NIVERSITÉS FRANCOPHONES

SAVOIR PLUS
UNIVERSITÉS

ALBERT ONDO OSSA

Économie monétaire internationale

ÉCONOMIE MONÉTAIRE INTERNATIONALE

ÉCONOMIE MONÉTAIRE INTERNATIONALE

Albert ONDO OSSA

Agrégé des Facultés des Sciences Économiques et de Gestion
Professeur à la Faculté de Droit et des Sciences Économiques de Libreville

Économie monétaire internationale

ISBN 2 84371 027 8

© 1999, Éditions ESTEM

Toute représentation ou reproduction, intégrale ou partielle, faite sans le consentement de l'auteur, ou de ses ayants droit ou ayants cause, est illicite, aux termes de la loi du 11 mars 1957, alinéa 2 et 3 de l'article 41. Cette représentation ou reproduction par quelque procédé que ce soit, constituerait une contrefaçon sanctionnée par les articles 425 et suivants du Code Pénal.

ESTEM Éditions Scientifiques, Techniques et Médicales
7, rue Jacquemont, 75017 Paris
Tél. : 01 53 06 94 94 – Fax : 01 53 06 95 00

La diffusion scientifique et technique est un facteur essentiel du développement. Aussi, dès 1988, l'Agence francophone pour l'enseignement supérieur et la recherche (AUPELF-UREF), mandatée par les Sommets francophones pour produire et diffuser revues et livres scientifiques, a créé la collection Universités francophones.

Lieu d'expression de la communauté scientifique de langue française, Universités francophones vise à instaurer une collaboration entre enseignants et chercheurs francophones en publiant des ouvrages, coédités avec des éditeurs francophones, et largement diffusés dans les pays du Sud, grâce à une politique tarifaire préférentielle.

Quatre séries composent la collection :

- Les usuels : cette série didactique est le cœur de la collection. Elle s'adresse à un public étudiant et vise à constituer une bibliothèque de référence couvrant les principales disciplines enseignées à l'université.
- Actualité scientifique : dans cette série sont publiés les actes de colloques organisés par les réseaux thématiques de recherche de l'UREF.
- Prospectives francophones : s'inscrivent dans cette série des ouvrages de réflexion donnant l'éclairage de la Francophonie sur les grandes questions contemporaines.
- Savoir plus Universités : cette nouvelle série, dans laquelle s'inscrit le présent ouvrage, se compose de livres de synthèse qui font un point précis sur des sujets scientifiques d'actualité.

Notre collection, en proposant une approche plurielle et singulière de la science, adaptée aux réalités multiples de la Francophonie, contribue efficacement à promouvoir l'enseignement supérieur et la recherche dans l'espace francophone et le plurilinguisme dans la recherche internationale.

Professeur MICHEL GUILLOU
Directeur général de l'AUPELF
Recteur de l'UREF

À mon père
décédé le 28 avril 1997.

SOMMAIRE

PREMIÈRE PARTIE : LA BALANCE DES PAIEMENTS ET LES OPÉRATIONS DE CHANGE

Chapitre 1 : La balance des paiements

Section 1 : Définition de la balance des paiements
Section 2 : Étude comptable de la balance des paiements
Section 3 : Étude économique de la balance des paiements
Section 4 : L'appréciation globale de la balance des paiements

Chapitre 2 : Les opérations de change

Section 1 : Le marché de change
Section 2 : La gestion du risque de change
Section 3 : Les déterminants du taux de change

DEUXIÈME PARTIE : L'ÉQUILIBRE DES OPÉRATIONS COURANTES

Chapitre 1 : L'équilibre par les prix internationaux

Section 1 : La formation des prix internationaux
Section 2 : La variation des prix internationaux
Section 3 : Prix internationaux et termes de l'échange

Chapitre 2 : L'équilibre par les variations du revenu global

Section 1 : L'équilibre macroéconomique en économie ouverte
Section 2 : Le multiplicateur du commerce extérieur
Section 3 : Le multiplicateur d'investissement

TROISIÈME PARTIE : L'ÉQUILIBRE DES OPÉRATIONS EN CAPITAL ET DES MOUVEMENTS FINANCIERS

Chapitre 1 : Les mouvements internationaux de capitaux

Section 1 : La morphologie des mouvements internationaux de capitaux

Section 2 : Les déterminants des mouvements internationaux de capitaux

Section 3 : Mouvements internationaux de capitaux et entraînement de croissance

Chapitre 2 : Régime de change et Organisation financière internationale

Section 1 : Les régimes de change

Section 2 : L'évolution du Système Monétaire International

Section 3 : Le F.M.I. et l'organisation financière internationale

QUATRIÈME PARTIE : L'AJUSTEMENT INTERNATIONAL

Chapitre 1 : Le rééquilibrage de la balance des paiements

Section 1 : L'optique des élasticités

Section 2 : L'optique de l'absorption

Section 3 : L'optique monétaire

Chapitre 2 : L'intégration monétaire

Section 1 : Les théories des zones monétaires optimales

Section 2 : Quelques exemples d'intégration monétaire

Introduction générale
La monnaie et l'échange international

L'économie internationale comporte traditionnellement deux grandes parties :

– la théorie du commerce international (RICARDO) ;
– l'économie monétaire internationale (HUME).

Le présent ouvrage, qui résulte en grande partie d'un enseignement que nous dispensons depuis plusieurs années en licence à la Faculté de Droit et des Sciences Économiques de Libreville, traite du second aspect : les relations monétaires et financières internationales.

Cette option, qui consiste à exposer les principes essentiels de l'économie monétaire internationale en vue d'en fournir les instruments d'analyse et de réflexion, présente deux principaux avantages :

1) elle permet d'aborder des modèles relativement complexes qui font intervenir plusieurs types de biens : les produits, la monnaie, les titres, et pour au moins deux pays ;
2) elle conduit à prendre conscience de l'interdépendance qui existe entre les variables macro-économiques, d'une part, entre équilibre interne et équilibre externe, la situation d'un pays et celle des autres pays, d'autre part.

Concernant ce dernier point, l'option de cet ouvrage nécessite une bonne connaissance de la macroéconomie et des concepts de base tels que l'équilibre, la statique, la dynamique. Elle conduit à étudier les problèmes de changes internationaux sous un angle statique et dynamique, ainsi que les politiques adoptées à l'égard de ces problèmes et l'organisation monétaire internationale qui en découle. L'ouvrage traite donc de la nouvelle configuration des échanges internationaux qui prend en compte les disparités internationales, l'interdépendance des nations et la vulnérabilité des économies née de l'intégration financière internationale. Une place de choix y est accordée au mode de détermination du solde extérieur et des taux de change, aux mécanismes de transmission internationale des conjonctures et aux mesures de stabilisation. Autant d'aspects qui obligent les travaux d'économie monétaire à se placer désormais dans une perspective internationale.

Il reste que la monnaie est, par essence, un patrimoine national. Elle exerce au sein d'une nation trois types de fonctions :

– instrument de mesure de la valeur ;
– intermédiaire dans les échanges ;
– moyen de conservation de la richesse.

Dès lors, la préoccupation essentielle est de savoir ce que deviennent ces fonctions dans un cadre international. Ce qui pose nécessairement le problème de la convertibilité internationale des monnaies nationales.

En effet, les transactions internationales donnent lieu à des règlements internationaux qui impliquent nécessairement la convertibilité internationale des monnaies, car chaque opérateur souhaite être réglé principalement en sa propre monnaie. D'où le problème du passage d'une monnaie à une autre qui conduit à rechercher si une monnaie peut être échangée contre une autre, autrement dit, si une monnaie est transformable en une autre ou si elle est condamnée à rester elle-même, à ne pas se transformer.

De plus, la convertibilité est souvent assimilée à la transférabilité. Et ce dernier concept permet de savoir si une monnaie peut se déplacer dans un espace autre que celui dans lequel elle a été créée ou émise.

La convertibilité revêt plusieurs formes et on distingue généralement les degrés de convertibilité par rapport aux opérations, aux pays et aux agents.

Par rapport aux opérations, la convertibilité peut être générale ou limitée. La convertibilité est dite générale si tout agent économique peut obtenir, à taux fixe, de l'or ou toute autre devise étrangère pour régler ses transactions internationales, quelle que soit l'opération, c'est-à-dire qu'elle soit faite sur le compte courant (opérations commerciales courantes) ou sur le compte capital (mouvements des capitaux). En revanche, la convertibilité est dite limitée lorsqu'elle n'est possible que pour les seules opérations courantes. Ce qui se produit lorsque les mouvements spéculatifs de capitaux sont dangereux pour un pays, c'est-à-dire lorsqu'ils risquent d'épuiser ses réserves de devises.

S'agissant des pays, la convertibilité est dite générale s'il existe une multilatéralité parfaite des paiements internationaux. Dans ce cas, les excédents et les déficits bilatéraux n'ont pas d'importance, car l'ensemble des monnaies sont convertibles les unes vis-à-vis des autres. Ce qui permet de prendre globalement en compte les transactions d'un pays avec le reste du monde. La convertibilité est par contre limitée si elle ne concerne que certains pays. On parle alors de convertibilité régionale. L'exemple qu'on peut donner à cet égard est celui des monnaies européennes vis-à-vis du dollar.

Concernant enfin les agents, la convertibilité sera dite générale lorsque tout agent (résident ou non) peut obtenir de l'or et des devises contre de la monnaie nationale. Elle est limitée si cette possibilité n'est offerte qu'aux seuls agents non résidents.

On fait également la distinction entre la convertibilité entièrement libre et la convertibilité plus ou moins réglementée ou totalement interdite.

Lorsque la convertibilité est libre, l'économie obéit aux seuls mécanismes de marché. Et lorsque la convertibilité est surveillée d'abord, contrôlée ensuite et à la limite interdite, on distingue les divers degrés de liberté. D'une manière générale, selon qu'on se trouve dans un système de convertibilité libre ou de convertibilité contrôlée, les effets des relations de change seront très différents.

On peut penser que lorsque règnent les mécanismes de marché, dans un système de convertibilité libre, les changes sont relativement stables et relativement justes. En revanche, lorsque les mécanismes de marché sont atténués par des décisions autoritaires, on ne sait plus très bien ce que sont les changes. Ils peuvent être stables ou variables. Ils n'ont plus le même caractère d'équilibre et de stabilité. On parle, dans ce cas, d'un change erratique, autrement dit d'un change qui erre parce qu'il ne trouve pas son modèle d'équilibre.

En économie internationale, les problèmes monétaires reflètent essentiellement la situation des conjonctures et des structures qui commandent les échanges internationaux. Ainsi, les relations monétaires internationales s'établissent quand apparaît une créance ou une dette nette d'une nation sur une autre. Créances et dettes sont inscrites dans un document comptable, la balance des paiements, qui est le reflet de l'équilibre extérieur tant recherché par les nations. Aussi cet ouvrage, centré sur l'analyse de la balance des paiements, comprendra-t-il quatre parties :

– la première partie traite de la balance des paiements et des opérations de change ;
– la deuxième partie est consacrée à l'équilibre des opérations courantes ;
– la troisième partie traite de l'équilibre des opérations en capital et des mouvements financiers ;
– enfin, la quatrième partie est axée sur l'ajustement international.

Première partie
La balance des paiements et les opérations de change

Les nations s'échangent des biens (matières premières, biens intermédiaires, biens finis), des services (tourisme, transport, assurances…), des facteurs de production (connaissance, faculté d'organiser et d'entreprendre, travail…) ainsi que des capitaux (mouvements de fonds).

Cet échange soulève fondamentalement deux problèmes :

1) un problème d'équilibre entre les nations, analysé à travers l'étude de la balance des paiements. Ce sera l'objet du chapitre 1 ;

2) un problème de change entre les différentes monnaies nationales, que nous traiterons à travers l'étude des opérations de change, objet du chapitre 2.

Chapitre I
La balance des paiements

Toute étude de relations économiques internationales est centrée sur le problème de l'équilibre de la balance des paiements. Cet équilibre est lui-même lié à l'équilibre interne.

En effet, l'activité économique interne d'une nation s'apprécie en fonction de trois équilibres interdépendants :

1) l'équilibre privé entre l'investissement privé (Ip) et l'épargne privée (Sp), soit Ip = Sp. Cet équilibre traduit l'absence de gap (inflationniste ou déflationniste) ;

2) l'équilibre du secteur public, entre investissement public (Ig) et épargne publique (Sg), soit Ig = Sg. C'est l'équilibre budgétaire au sens large ;

3) l'équilibre extérieur entre les exportations (X) et les importations (M), soit X = M.

Ces trois équilibres sont étroitement liés car la somme de ces trois soldes doit être nulle :

$(Sp - Ip) + (Sg - Ig) + (M - X) = 0.$

Ce qui peut également s'écrire :

$(X - M) = (Sp - Ip) - (Ig - Sg).$

Le solde extérieur est donc égal à la différence entre le solde du secteur privé et le solde budgétaire.

L'étude de la balance des paiements nous amène à la définir, puis à l'analyser sous les aspects comptable et économique, avant de procéder à son appréciation globale.

SECTION I : DÉFINITION DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

La balance des paiements est un compte national qui enregistre les transactions et les règlements (à caractère économique et financier) effectués au cours d'une période (généralement l'année ou le trimestre) entre les résidents d'un pays et les résidents des autres pays.

Cette définition soulève quelques questions :

– comment les opérations sont-elles saisies ?
– qu'est-ce qu'une transaction ?
– qui est résident ?

1. L'enregistrement des opérations

L'enregistrement systématique des opérations est relativement récent. Il date de la fin de la seconde guerre mondiale, sous l'instigation du Fonds Monétaire International. En fait, la balance des paiements regroupe des données inégales qui proviennent des sources diverses, plus ou moins fiables :

1) les données douanières : ce sont des données précises sur les mouvements de marchandises ;

2) les données des banques, qui sont soit des opérations sur titres étrangers, des crédits privés des banques privées, soit des variations des réserves fournies par la banque centrale ;

3) les données du trésor qui recensent toutes les dépenses officielles faites à l'étranger (dépenses des ambassades, dépenses militaires, paiements des intérêts sur emprunts) ;

4) les données qui proviennent des enquêtes et des sondages. Elles concernent essentiellement le tourisme, la remise des travailleurs étrangers, les frets maritimes…

2. Les transactions

Une transaction est un échange de valeur, un acte qui est un transfert de titre sur un bien économique ou un service. La transaction donne lieu à un paiement et à une réception de monnaie en échange d'un bien, d'un service ou d'un actif à caractère économique.

Les échanges sont saisis, soit immédiatement au moment où ils sont effectués, soit au moment de leurs règlements financiers. Ce qui permet, dans le premier cas, d'établir une balance des paiements en terme de transaction, et dans le second cas, une balance des paiements en terme de règlement.

Souvent, les transactions et les règlements ne coïncident pas. Les règlements peuvent être soit anticipés (dans ce cas, on parle de lead), soit retardés (on parle alors de lag).

3. Le résident

On appelle résident toute personne physique ou morale qui exerce son activité sur le territoire national pendant au moins un an. Sont donc exclus : les touristes, les diplomates, le personnel militaire, les travailleurs migrants à titre temporaire.

Il est important de préciser que la balance des paiements ne fournit pas un état des stocks de biens et services dont dispose un pays. Elle recense plutôt des flux. Il s'agit d'un relevé de ce qui s'est passé au cours d'une période donnée.

Une distinction doit être faite entre la balance des paiements comptable (ex post) et la balance des paiements économique (ex ante).

SECTION 2 : ÉTUDE COMPTABLE DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

La balance des paiements comptable fournit les valeurs des transactions effectuées au cours des périodes passées. Nous allons parler du passage des écritures d'abord, de la structure de la balance des paiements ensuite. Ce qui nous

amènera à présenter les apports du cinquième manuel du Fonds Monétaire International (F.M.I.).

1. Le passage des écritures

Le principe fondamental de la construction de la balance des paiements comptable est l'enregistrement en partie double. Toute opération est à la fois un acte d'achat et un acte de vente, c'est-à-dire qu'elle ouvre un crédit et un débit.

Le crédit, précédé du signe +, est placé à gauche et compté positivement. Le débit, précédé du signe -, est placé à droite et compté négativement. L'inscription (+) au crédit traduit une diminution d'actifs réels (exportations), financiers (sortie de titres de propriété et de créance, donc entrée de capitaux) ou monétaires (sortie de réserves ou de monnaie nationale). Une inscription (-) au débit représente une augmentation des actifs réels (importations), financiers (entrée de titres de propriété et de créance, c'est-à-dire sortie de capitaux) ou monétaires (entrée de monnaie étrangère ou nationale).

Selon le principe de la comptabilité en partie double, toute opération donne lieu à deux inscriptions :

- celle qui représente sa nature économique (importations ou exportations) ou financière (achat ou vente de titres) ;
- et celle qui représente son mode de règlement, financier (créance) ou monétaire.

À cet égard, la balance des paiements comme document comptable est toujours équilibrée, car le total des crédits est égal au total des débits et le solde général est nul.

Prenons à ce niveau quelques exemples.

Exemple 1 : une économie de troc

Prenons un pays qui vend un bien en échange d'un autre pour une valeur considérée comme équivalente en terme d'un certain numéraire 100 (qui peut d'ailleurs être l'un des deux biens échangés). Sa balance des paiements se présente de la manière suivante :

Crédit (+)	Débit (-)
Exportation 100	
	Importation 100

Exemple 2 : une économie monétarisée

Dans une économie monétarisée, l'exportateur d'un bien n'est pas forcément importateur. La balance des paiements se présente comme suit :

Crédit (+)	Débit (-)
Exportation 100	
	Paiement de l'exportation 100

Ainsi, le pays qui vend un bien achète une créance monétaire. La vente d'un produit fait naître un droit à un paiement et se traduit par un signe (+), tandis que l'achat de monnaie donne lieu à un engagement du pays à l'égard de l'extérieur et se traduit par le signe (-).

Une exportation de marchandise est une diminution de la richesse nationale, puisque les biens sont prélevés sur la production intérieure et vendus à l'étranger. Cette transaction constitue en revanche un gain de devises.

L'intérêt de l'inscription au crédit ou au débit est de déterminer si l'économie nationale a acquis ou perdu des devises. Toute différence entre crédit et débit doit faire apparaître un solde positif ou négatif.

Exemple 3 : un pays exporte des biens pour 100 milliards de francs CFA et en importe pour 80 milliards de francs CFA. La balance des paiements se présente comme suit :

Nature de l'opération	Intitulé	Crédit (+)	Débit (-)	Solde
Économique	Exportations (ventes) Importations (achats)	100	 80	+ 20
Monétaire	Avoirs (caisse)	-	20	- 20
Total		**100**	**100**	**0**

Exemple 4 : l'exportation de biens pour 100 milliards de francs CFA ne donne pas lieu à un paiement immédiat mais à la remise d'un titre de créance. Il y a ici introduction d'un autre type de bien. Il s'agit d'un actif financier (actions, obligations...). La balance des paiements est la suivante :

Crédit (+)	Débit (-)
Exportation de biens 100	
	Crédit commercial 100

Le crédit commercial peut être analysé comme un achat de titres par le pays. Ce qui donne lieu ultérieurement à un échange contre monnaie, d'où la balance des paiements suivante :

Crédit (+)	Débit (-)
Crédit commercial 100	
	Monnaie 100

On peut, par analogie avec les marchandises, être tenté d'inscrire les exportations de capitaux en recette (crédit) et les importations de capitaux en dépense (débit). C'est totalement le contraire.

En effet, une exportation de capitaux (sortie de capitaux) donne naissance à des paiements à faire à l'étranger et s'inscrit, de ce fait, en dépense (débit). Inversement, les importations de capitaux s'inscrivent en recette (crédit).

Crédit (+)	**Débit (-)**
	Exportation de capitaux
Importation de capitaux	

Dans la réalité, il existe une compensation entre les entrées et les sorties de capitaux qui sont les contreparties des opérations commerciales. Mais la compensation totale n'est possible que s'il y a égalité parfaite entre les importations et les exportations. Si les exportations excèdent les importations, il y aura nécessairement une sortie nette de capitaux liée aux exportations commerciales et à l'inverse, si ce sont les importations qui dépassent les exportations, il y aura une entrée de capitaux.

Pour les opérations en capital autonomes, c'est-à-dire celles qui ne sont pas liées au mouvement des marchandises, il n'y a pas de compensation à effectuer, chaque opération donnant lieu à une seule inscription. Reste à savoir où inscrire de telles opérations. Leur inscription (au crédit ou au débit) est fonction de leur impact sur le taux de change. Si l'opération constitue une demande de monnaie nationale, c'est-à-dire qu'elle apprécie la valeur de cette monnaie, l'inscription sera faite au crédit. S'il s'agit d'une offre de monnaie nationale, l'inscription sera faite au débit.

2. La présentation analytique de la balance des paiements

Par présentation analytique de la balance des paiements, on entend la classification des composantes standard en deux ou plusieurs catégories selon les caractéristiques que l'on estime pertinentes pour l'examen d'un aspect particulier des relations économiques internationales d'un pays.

Les échanges entre un pays et l'extérieur sont nombreux et diversifiés : achats et ventes de marchandises, construction d'usines (actifs réels), prêts et

emprunts, crédits commerciaux (actifs financiers), mouvements de devises (actifs monétaires). La balance des paiements n'a donc vraiment d'intérêt que si on la décompose en un certain nombre de balances partielles selon le type d'opérations :

– les opérations courantes ;
– les opérations en capital ;
– la variation de la position monétaire extérieure.

Cette distinction amène à tracer une ligne de démarcation au sein de la balance des paiements, en laissant certaines rubriques inscrites au crédit et au débit « au-dessus » de la ligne et les autres « au-dessous » de la ligne. On obtient ainsi un excédent lorsque les crédits inscrits au-dessus de la ligne sont supérieurs aux débits inscrits « au-dessus » de la ligne. Parallèlement, on enregistre un déficit lorsque les crédits au-dessus de la ligne sont inférieurs aux débits au-dessus de la ligne.

Les différentes composantes ont été choisies en partie pour permettre la construction d'un grand nombre de soldes. Cependant, la balance des paiements, quelle que soit sa présentation, doit être lue et appréciée à la lumière d'autres éléments de la situation économique nationale et internationale qui influencent les excédents et les déficits constatés à partir des composantes standard.

Se pose alors le problème du traitement du poste résiduel, « erreurs et omissions nettes », que comporte toujours un état de la balance des paiements. Ce résidu, qui provient des composantes figurant tant au-dessus qu'au-dessous de la ligne, se place d'ordinaire dans la catégorie des composantes dont les sources sont les moins sûres, généralement au-dessus de la ligne.

En fait, on distingue principalement la balance des opérations courantes et la balance des capitaux.

A –La balance des opérations courantes

On l'appelle également balance des paiements courants ou balance des transactions courantes. Cette balance se subdivise en quatre balances partielles :

– la balance des marchandises, dite aussi balance commerciale ;
– la balance des services ou balance des invisibles ;
– la balance des revenus de facteurs ou des rémunérations ;
– la balance des dons et des transferts unilatéraux.

1) La balance commerciale comprend les importations et les exportations ainsi que les opérations de courtage international, c'est-à-dire les achats et ventes de marchandises ne passant pas les frontières (exemple : achats de marchandises par les Gabonais en France pour les revendre au Congo). Il s'agit là de la balance commerciale au sens strict.

2) La balance des services ou balance des invisibles recouvre des prestations et des services de natures diverses :

– les transports : ferroviaires, routiers, fluviaux, mais surtout maritimes et aériens ;
– les assurances : primes et indemnités ;
– les voyages : touristiques, officiels, d'affaires ;
– les autres services : banques, postes et télécommunications, redevances cinématographiques, brevets, droits d'auteurs.

Il est parfois commode de regrouper ces deux premières balances, et dans ce cas, on parle de balance commerciale au sens large.

3) La balance des revenus de facteurs de production (souvent assimilés aux services) regroupe :

– les revenus des placements, c'est-à-dire des revenus découlant des droits de créances ou de propriété. Il s'agit des intérêts, dividendes et autres revenus du capital des secteurs privé et bancaire.

On inscrit ainsi en recette les revenus des placements faits par des résidents à l'étranger et en dépense les revenus des placements faits par des non-résidents dans le pays.

À ce niveau, il ne faut surtout pas confondre les revenus des placements avec les placements eux-mêmes, qui sont des opérations en capital au moment où ils sont effectués.

– Les revenus du travail, c'est-à-dire des salaires directement transférés par les employeurs et les transferts sociaux (allocations familiales, prestations de sécurité sociale, retraite) des travailleurs migrants.

4) La balance des dons et autres transactions unilatérales du secteur privé (transferts d'économies des travailleurs) et surtout du secteur public (aide internationale, dépenses budgétaires de coopération).

B – La balance des capitaux

Elle se subdivise en :

– balance des capitaux non monétaires ;
– balance des capitaux monétaires.

La balance des capitaux non monétaires comprend la balance des capitaux à long terme (un an d'échéance et plus) et la balance des capitaux à court terme (moins d'un an d'échéance). Et dans chacun de ces postes, on établit généralement une subdivision entre les capitaux publics et les capitaux privés.

La balance des capitaux à long terme concerne les opérations à plus d'un an du secteur privé (ménages, entreprises non financières) et du secteur public (gouvernement, organismes internationaux) et les opérations à plus de deux ans des banques. Ces opérations sont :

– les investissements directs : achats de propriétés mobilières, création d'entreprises ou prises de participation ;

- les investissements de portefeuille, c'est-à-dire des achats de titres et créances (actions et obligations) ;
- les prêts faits par les ménages et par l'État et à plus de deux ans par les banques ;
- les crédits commerciaux à moyen et long terme, c'est-à-dire des crédits « fournisseurs » accordés par les entreprises non financières et les crédits acheteurs accordés par les banques.

La balance des capitaux à court terme concerne généralement le secteur privé (entreprises non financières et ménages) parce que les avoirs et les engagements à court terme des secteurs bancaire et public sont considérés comme moyens de paiements internationaux et, de ce fait, classés dans la balance des capitaux monétaires.

La balance des capitaux à court terme recense donc :

- les prêts et avances de moins d'un an des entreprises non financières importatrices et exportatrices ;
- les autres mouvements de capitaux à court terme.

S'agissant de la balance des capitaux monétaires, on retiendra que la position monétaire d'un pays à l'égard du reste du monde résulte des mouvements à court terme des intermédiaires financiers et monétaires. Elle correspond au solde des avoirs et engagements à vue à court terme, en devises et en monnaie nationale du secteur public et du secteur bancaire vis-à-vis des non résidents.

Cette position monétaire extérieure est égale au solde des opérations « au-dessus de la ligne », corrigée des « erreurs et omissions », parce que les transports de fonds correspondant aux règlements de ces opérations provoquent une modification de la position vis-à-vis de l'étranger de la banque agréée qui effectue ou reçoit le règlement.

Exemple : un paiement à l'étranger se traduit par une diminution d'avoirs ou par une augmentation de ses engagements. À l'inverse, un paiement reçu de l'étranger augmente les avoirs ou diminue les engagements.

Tableau n° 1 : La structure de la balance des paiements

POSTES DE LA BALANCE DES PAIEMENTS
I. TRANSACTIONS COURANTES
1.1. Marchandises
– Exportations et importations
1.2. Services
– Services liés au commerce extérieur
– Services technologiques
– Tourisme
– Opérations gouvernementales
– Intérêts et revenus du capital
– Salaires et revenus du travail
– Services divers
1.3. Transferts unilatéraux
II. CAPITAUX À LONG TERME
2.1. Investissements directs
2.2. Investissements de portefeuille
2.3. Crédits commerciaux et prêts
2.4. Secteur officiel
III. CAPITAUX À COURT TERME
3.1. Secteur privé non bancaire
– Crédits commerciaux
– Prêts
3.2. Secteur bancaire
3.3. Secteur officiel

3. Les apports du cinquième manuel du F.M.I.

Depuis la publication, en 1977, de la quatrième édition du manuel du F.M.I., d'importants changements sont intervenus dans la conduite des opérations

internationales, en raison de la libéralisation des marchés financiers, de la création de nouveaux instruments financiers et de nouvelles approches de la restructuration de la dette extérieure. À cela, il faut ajouter une croissance exceptionnelle du volume des échanges internationaux de services.

La préparation du cinquième manuel a été motivée par les travaux entrepris en vue de la révision du Système de Comptabilité des Nations unies (SCN).

A – Les objectifs du cinquième manuel du F.M.I.

Le cinquième manuel de la balance des paiements, à l'instar des précédentes éditions publiées par le F.M.I. (1948, 1950, 1961 et 1977), avait un double objet :

- fournir une norme internationale définissant le cadre conceptuel pour l'établissement des statistiques de la balance des paiements ;
- servir de guide aux pays membres dans l'élaboration des états de la balance des paiements qu'ils sont censés communiquer régulièrement au F.M.I.

La portée et l'orientation du cinquième manuel diffèrent du quatrième à divers égards :

1) le cadre conceptuel a été élargi. Il englobe maintenant à la fois les flux de balance des paiements (transactions) et les stocks d'avoirs et d'engagements financiers extérieurs (position extérieure globale) ;

2) le compte des transactions courantes a été redéfini : il exclut les transferts de capital (inclus désormais dans un compte plus large : le compte de capital et d'opérations financières) ;

3) le compte de transactions courantes est subdivisé en deux postes distincts : biens et services d'une part, revenus et transferts courants, d'autre part.

Le cinquième manuel établit une distinction nette, dans le compte des transactions courantes, entre les transactions internationales au titre des services et les transactions qui ont trait aux revenus.

L'ancien compte des mouvements de capitaux a été rebaptisé compte de capital et d'opérations financières.

B – Structure et classification des opérations

Les composantes types sont réparties en deux principales sections :

– le compte de transactions courantes ;
– le compte de capital et d'opérations financières.

Le compte de transactions courantes se subdivise en :

– biens et services ;
– revenus et transferts courants.

Le poste biens comprend cinq rubriques :

– marchandises générales (biens, meubles importés et exportés) ;
– biens importés et exportés pour transformation ;
– réparations de biens, autrement dit, les travaux de réparation des biens (bateaux, avions…) ;
– achat de biens dans les ports par les transporteurs (carburant, vivres, approvisionnement et fournitures…) ;
– or non monétaire : exportations et importations de tout or non détenu sous forme d'avoirs de réserve (or monétaire) par les autorités.

La nouvelle présentation du poste biens révèle systématiquement le niveau d'industrialisation du pays (pays producteur de biens manufacturés ou pays producteur de biens primaires).

Le poste services comprend, quant à lui, onze rubriques :

– transports ;
– voyages ;
– services de communication ;
– services de bâtiments et de travaux publics ;
– services d'assurances ;
– services financiers ;

– services d'informatique et d'information ;
– redevances et droits de licence ;
– autres services aux entreprises ;
– services personnels, culturels et relatifs aux loisirs ;
– services fournis ou reçus par les administrations publiques.

Le détail des transactions sur service fait apparaître de nouvelles rubriques (communication, bâtiments et travaux publics…).

Une distinction nette est faite entre les transactions internationales au titre des services et celles ayant trait aux revenus de facteurs.

Ainsi, le poste revenus comprend deux rubriques :

– la rémunération des salariés ;
– les revenus des investissements.

La rubrique revenus est très détaillée. Elle fait apparaître les revenus des différentes formes d'investissements réalisés (directs et de portefeuille) ainsi que certaines formes de financement.

Enfin, le poste transferts courants intègre tous les transferts qui constituent une fourniture de valeur économique, autres que les actifs financiers. Sont donc exclus, les transferts en capital (transferts des migrants, remises de dettes au profit des administrations publiques).

Le compte de capital et d'opérations financières est un compte plus élargi. Il regroupe toutes les opérations qui entraînent un transfert de propriété d'actifs et de passifs financiers extérieurs d'une économie, y compris la création et la liquidation de créances sur le reste du monde ou par le reste du monde. La nouvelle nomenclature des opérations en capital et des opérations financières donne une meilleure estimation de l'état du stock d'actifs d'une économie.

Le compte de capital et d'opérations financières comprend :

– le compte capital ;
– le compte d'opérations financières.

Le compte capital regroupe :

– les transferts de capital ;
– les acquisitions et cession d'actifs non financiers non produits.

Il y a donc ainsi création d'un nouveau poste « acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits », dont les transactions portent sur des actifs corporels indispensables à la production (terre, ressources du sous-sol), des actifs incorporels (brevets, droits d'auteurs, marques commerciales...) et des baux ou autres contrats transférables.

Afin de dissocier les opérations de ce poste avec celui des services, on inscrit dans le premier cas, leur vente ou achat et dans le second cas, leur utilisation.

Le compte d'opérations financières regroupe les opérations suivantes : investissements directs, investissements de portefeuille, autres investissements et avoirs de réserve.

La ventilation des opérations financières est faite par catégories fonctionnelles (investissements directs, investissements de portefeuille, autres investissements, avoirs de réserves), par types d'instruments (monétaires et financiers), par secteurs (autorités monétaires, banques...), en avoirs et engagements, en instruments de long terme et de court terme.

Tout ceci est présenté dans le tableau ci-après.

Tableau n° 2 : Présentation détaillée de la balance des paiements

1. COMPTE DES TRANSACTIONS COURANTES

A. Biens et services

a. Biens

1. Marchandises générales
2. Biens importés ou exportés pour transformation
3. Réparations de biens
4. Achats de biens dans les ports par les transporteurs
5. Or non monétaire
   - 5.1 Détenu à titre de réserve de valeur
   - 5.2 Détenu à d'autres fins

b. Services

1. Transports
   - 1.1 Transports maritimes
     - 1.1.1 Passagers
     - 1.1.2 Fret
     - 1.1.3 Autres
   - 1.2 Transports aériens
     - 1.2.1 Passagers
     - 1.2.2 Fret
     - 1.2.3 Autres
   - 1.3 Autres transports
     - 1.3.1 Passagers
     - 1.3.2 Fret
     - 1.3.3 Autres

2. Voyages
   - 2.1 Voyages à titre professionnel
   - 2.2 Voyages à titre personnel

3. Services de communication
4. Services de bâtiment et travaux publics
5. Services d'assurance
6. Services financiers
7. Services d'informatique et d'information
8. Redevances et droits de licence
9. Autres services aux entreprises
    - 9.1 Négoce international et autres services liés au commerce
    - 9.2 Location-exploitaiton
    - 9.3 Divers services aux entreprises, spécialisés et techniques
10. Services personnels, culturels et relatifs aux loisirs
    - 10.1 Services audiovisuels et connexes
    - 10.2 Autres services personnels, culturels et relatifs aux loisirs
11. Services fournis ou reçus par les administrations publiques, n.c.a.

B. Revenus

1. Rémunération des salariés
2. Revenu des investissements
    - 2.1 Investissements directs
        - 2.1.1 Revenu des titres de participation
            - Dividendes et bénéfices distribués des succursales
            - Bénéfices réinvestis et bénéfices non distribués des succursales
        - 2.1.2 Revenu des titres de créance (intérêts)
    - 2.2 Investissements de portefeuille
        - 2.2.1 Revenu des titres de participation (dividendes)
        - 2.2.2 Revenu des titres de créance (intérêts)
            - Obligations et autres titres d'emprunt
            - Instruments du marché monétaire et dérivés financiers
    - 2.3 Autres investissements

C. Transferts courants

1. Administrations publiques
2. Autres secteurs
    - 2.1 Envois de fonds des travailleurs
    - 2.2 Autres transferts

2. COMPTE DE CAPITAL ET D'OPÉRATIONS FINANCIÈRES

A. Capital

1. Transferts de capital
    - 1.1 Administrations publiques
        - 1.1.1 Remise de dettes
        - 1.1.2 Autres transferts
    - 1.2 Autres secteurs
        - 1.2.1 Transferts des migrants
        - 1.2.2 Remise des dettes
        - 1.2.3 Autres transferts
2. Acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits

B. Opérations financières

1. Investissements directs
    - 1.1 De l'économie à l'étranger
        - 1.1.1 Capital social
            - – Créances sur les entreprises apparentées
            - – Engagements envers les entreprises apparentées
        - 1.1.2 Bénéfices réinvestis
        - 1.1.3 Autres transactions
            - – Créances sur les entreprises apparentées
            - – Engagements envers les entreprises apparentées
    - 1.2 De l'étranger dans l'économie
        - 1.2.1 Capital social

- Créances sur les investisseurs directs
- Engagements envers les investisseurs directs

1.2.2 Bénéfices réinvestis

1.2.3 Autres transactions

- Créances sur les investisseurs directs
- Engagements envers les investisseurs directs

2. Investissements de portefeuille

2.1 Avoirs

2.1.1 Titres de participation

- Autorités monétaires
- Administrations publiques
- Banques
- Autres secteurs

2.1.2 Titres de créance

- Obligations et autres titres d'emprunt
  - Autorités monétaires
  - Administrations publiques
  - Banques
  - Autres secteurs
- Instruments du marché monétaire
  - Autorités monétaires
  - Administrations publiques
  - Banques
  - Autres secteurs
- Produits financiers dérivés
  - Autorités monétaires
  - Administrations publiques
  - Banques
  - Autres secteurs

2.2 Engagements

2.2.1 Titres de participation

– Banques

– Autres secteurs

2.2.2 Titres d'engagement

– Obligations et autres titres d'emprunt

• Autorités monétaires

• Administrations publiques

• Banques

• Autres secteurs

– Instruments du marché monétaire

• Autorités monétaires

• Administrations publiques

• Banques

• Autres secteurs

– Produits financiers dérivés

• Banques

• Autres secteurs

3. Autres investissements

3.1 Avoirs

3.1.1 Crédits commerciaux

– Administrations publiques

• Long terme

• Court terme

– Autres secteurs

• Long terme

• Court terme

3.1.2 Prêts

– Autorités monétaires

- Long terme
- Court terme

– Administrations publiques
- Long terme
- Court terme

– Banques
- Long terme
- Court terme

– Autres secteurs
- Long terme
- Court terme

3.1.3 Monnaie fiduciaire et dépôts
– Autorités monétaires
– Administrations publiques
– Banques
– Autres secteurs

3.1.4 Autres avoirs
– Autorités monétaires
- Long terme
- Court terme

– Administrations publiques
- Long terme
- Court terme

– Banques
- Long terme
- Court terme

– Autres secteurs
- Long terme
- Court terme

3.2 Engagements

3.2.1 Crédits commerciaux

– Administrations publiques

• Long terme

• Court terme

– Autres secteurs

• Long terme

• Court terme

3.2.2 Prêts

– Autorités monétaires

• Utilisation des crédits et prêts du FMI

• Autres prêts à long terme

• Court terme

– Administrations publiques

• Long terme

• Court terme

– Banques

• Long terme

• Court terme

– Autres secteurs

• Long terme

• Court terme

3.2.3 Monnaie fiduciaire et dépôts

– Autorités monétaires

– Banques

3.2.4 Autres engagements

– Autorités monétaires

• Long terme

• Court terme

– Administrations publiques
  • Long terme
  • Court terme
– Banques
  • Long terme
  • Court terme
– Autres secteurs
  • Long terme
  • Court terme

4. Avoirs de réserve
  4.1 Or monétaire
  4.2 Droits de tirage spéciaux
  4.3 Position de réserve au FMI
  4.4 Devises étrangères
    4.4.1 Monnaie fiduciaire et dépôts
      – Auprès des autorités monétaires
      – Auprès des banques
    4.4.2 Titres
      – Titres de participation
      – Obligations et autre titres d'emprunt
      – Instruments du marché monétaire et produits dérivés
  4.5 Autres créances

SECTION 3 : ÉTUDE ÉCONOMIQUE DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

Dans l'optique économique, la balance des paiements n'est rien d'autre que sa contrainte budgétaire, autrement dit, la somme de ses demandes excédentaires (différence entre l'offre et la demande). Par ailleurs, sa structure à un moment donné résulte, ou tout au moins devrait résulter, d'un processus d'optimisation intertemporelle.

Ces deux propositions vont être examinées et justifiées dans la suite de notre manuel.

Dans l'optique économique, la balance des paiements apparaît principalement comme le reflet de la conjoncture, d'une part, le reflet du niveau de développement, d'autre part.

1. La balance des paiements comme reflet de la conjoncture

Du point de vue de la conjoncture, on distingue principalement trois optiques de la balance des paiements :

– l'optique patrimoniale ;
– l'optique des transferts ;
– l'optique du financement compensatoire.

L'optique patrimoniale permet de répondre à une préoccupation : le commerce extérieur enrichit-t-il ou non la nation ?

Cette question conduit à comparer les opérations courantes et les opérations en capital. Si le pays dégage un excédent de la balance des transactions courantes, il s'enrichit parce qu'il accumule des avoirs à l'extérieur lorsque la balance des capitaux est déficitaire.

L'optique des transferts obéit à une autre préoccupation : le commerce extérieur crée-t-il ou non des pressions inflationnistes ?

Pour répondre à cette question, on compare les flux réels (marchandises et invisibles) et les flux monétaires (revenus extérieurs, placements, or en lingot). On oppose ainsi la balance commerciale à la balance des transferts. Et si la balance commerciale est excédentaire et la balance des transferts déficitaire, il y a une entrée nette des capitaux et des pressions inflationnistes apparaissent. Un déficit de la balance commerciale traduit, en revanche, un effet déflationniste.

L'optique du financement compensatoire obéit, quant à elle, à la préoccupation suivante : le commerce extérieur peut-il ou non être équilibré au taux de change courant ?

On distingue dans cette optique les opérations réalisées quel que soit le taux de change (financement réciproque) et celles qui agissent sur le taux de change (financement compensatoire), autrement dit, toutes les transactions que les autorités effectuent aux fins spécifiques de compenser un excédent ou un déficit de la balance des paiements.

2. La balance des paiements comme reflet du niveau de développement

Il existe une corrélation entre l'évolution de la balance des paiements d'un pays et son niveau de développement (BOGGS, 1922). L'analyse faite à cet égard (KINDLEBERGER, 1958) permet de retenir globalement quatre étapes.

1) L'étape du jeune débiteur (pays nouvellement emprunteur) qui enregistre :

– une balance des paiements courants négative ;
– une balance des capitaux positive ;
– des investissements directs supérieurs à l'épargne et les importations supérieures aux exportations.

2) L'étape de débiteur mûr, qui se traduit par :

– une balance des paiements courants négative ;
– une balance des capitaux positive ;
– des investissements directs égaux à l'épargne et les exportations supérieures ou égales aux importations.

3) L'étape de jeune créancier (ralentissement de la croissance) qui se traduit par :

– une balance des paiements courants positive ;
– une balance des capitaux négative ;
– des investissements directs inférieurs à l'épargne et les exportations supérieures aux importations.

4) L'étape de créancier mûr (plafonnement de la croissance) qui se traduit par :

- une balance des paiements courants positive ;
- une balance des capitaux positive ;
- des investissements directs inférieurs à l'épargne et les exportations supérieures aux importations.

3. L'analyse des principaux soldes de la balance des paiements

On peut distinguer plusieurs soldes au sein de la balance des paiements. Les plus significatifs d'entre eux sont :

- le solde courant ;
- le solde de base ;
- le solde global ou solde de la balance des liquidités ;
- le solde de la balance des règlements officiels.

A – Le solde courant

La balance des transactions courantes est l'une des balances les plus importantes qu'on isole au sein de la balance des paiements.

Elle met au-dessus de la ligne tous les crédits et tous les débits qui représentent des flux de biens et services et des dons, c'est-à-dire des flux de ressources qui font l'objet d'une consommation courante. Elle place au-dessous de la ligne tous les flux d'actifs financiers (capitaux privés ou réserves officielles).

Le solde dégagé, solde courant, est un instrument utile parce qu'il permet de mesurer les effets des phénomènes économiques ou des changements de politique économique. Aussi les objectifs de la balance des paiements sont-ils essentiellement exprimés en fonction de ce solde.

En effet, le solde courant permet de mesurer l'incidence des opérations de biens et services sur les créances nettes du pays vis-à-vis du reste du monde, dans la mesure où il est égal au solde du compte financier. Ce solde sert

également à évaluer le niveau de compétitivité d'un pays, son besoin de financement et sa capacité de financement.

Le solde des opérations courantes peut donc être apprécié par rapport à l'absorption interne, par rapport au déficit budgétaire et par rapport à l'endettement extérieur.

Par rapport à l'absorption, on retient qu'un déficit du solde courant s'accompagne nécessairement de dépenses nationales supérieures à la valeur du produit national (PIB) et qu'un excédent traduit des dépenses inférieures au produit.

Ainsi, un solde courant déficitaire indique que le pays consomme plus qu'il ne produit et un solde excédentaire, que le pays exporte plus qu'il n'importe ou consomme moins qu'il ne produit.

Le solde courant correspond donc à l'écart (positif ou négatif) entre le produit national (Y) et la dépense nationale ou absorption notée A.

En effet, si :

$A = C + G + Id$,

et $Y = C + G + Id + X - M$,

avec C, la consommation nationale ;

G, les dépenses publiques ;

Id, l'investissement domestique ;

X et M, respectivement les exportations et les importations,

on peut écrire :

$Y - A = X - M$.

Le produit national diffère de la dépense nationale du montant du solde courant et l'équilibre extérieur ne peut être réalisé que s'il y a égalité entre le produit national et l'absorption.

Le solde courant étant une composante de la dépense courante, tout changement de la balance des opérations courantes peut être associé à un changement dans la production et l'emploi. La relation définie ci-dessus montre sur quelle(s) variable(s) (revenu national et/ou dépense nationale) il convient d'agir pour modifier le solde courant. Ce qui nécessite la prise en compte des effets prix et des effets revenus.

Ainsi, $Y > A \Leftrightarrow X - M > 0$, donc $X > M$.

$Y < A \Leftrightarrow X - M < 0$, donc $X < M$.

Une action judicieuse repose donc sur la maîtrise de l'évolution des principales catégories de dépenses.

Par rapport au déficit budgétaire, on recourt à la relation qui existe entre l'épargne, l'investissement et le revenu national.

Puisque l'investissement extérieur net correspond à la fraction de l'épargne nationale non investie dans le pays (ou fraction de l'épargne qui ne participe pas à la formation intérieure de capital), l'égalité comptable en économie fermée entre l'épargne privée et l'épargne publique d'un pays, d'une part, son investissement, d'autre part, n'est assurée en économie ouverte que si le solde courant est nul.

Ainsi, un déficit extérieur peut signifier que le secteur privé investit plus qu'il n'épargne ou que l'État dépense plus qu'il ne collecte d'impôts ou encore que les besoins d'épargne de l'un des secteurs dépassent les capacités d'épargne de l'autre.

Si le pays enregistre un excédent extérieur, on peut penser que le secteur privé épargne plus qu'il n'investit ou que les recettes de l'État dépassent ses dépenses ou encore que les besoins d'épargne d'un secteur sont inférieurs aux capacités d'épargne de l'autre.

Schématisons cette relation entre la balance des opérations courantes et le déficit budgétaire de la manière suivante.

Dans une économie fermée, l'investissement est le seul moyen d'épargner au niveau global. Dès lors, l'épargne nationale (S) doit être égale à l'investissement (I) national, soit :

$S = I$.

En revanche, dans une économie ouverte, l'épargne et l'investissement ne sont pas nécessairement égaux car une telle économie peut épargner en investissant à l'intérieur et à l'extérieur du pays. La condition d'équilibre n'est plus $S = I$, mais $S = I + (X - M)$, soit :

$S - I = X - M$.

Or S, l'épargne nationale, est subdivisée en épargne privée (Sp) et en épargne publique (Sg), ce qui donne :

$Sp + Sg - I = X - M$.

Étant donné que la différence entre les impôts et les dépenses publiques est $Sg = T - G$, nous pouvons écrire :

$Sp - I + (T - G) = X - M$.

Ce qui donne :

$G - T = Sp - I + (M - X)$.

Cette dernière relation indique que le déficit budgétaire de l'État peut affaiblir le solde des opérations courantes et modifier l'épargne privée d'un pays.

À cet égard, un pays qui veut résorber son déficit budgétaire ne doit pas geler son épargne domestique. Il doit plutôt accroître son investissement afin de relever la production intérieure et favoriser ainsi le redressement de sa balance extérieure.

Par rapport à l'endettement extérieur, on montre la capacité du solde courant à mesurer l'ampleur et la direction de l'emprunt international. Ce solde constitue

un investissement net ou un désinvestissement extérieur net selon qu'il est positif (excédentaire) ou négatif (déficitaire).

Ainsi, un excédent du solde courant signifie que le pays acquiert des actifs supplémentaires (monétaires ou financiers) ou réduit ses dettes envers l'étranger parce qu'il gagne plus de ses exportations qu'il ne dépense pour ses importations. Il peut également signifier que le pays finance le déficit courant de ses partenaires commerciaux en leur accordant des prêts ou qu'il accroît ses avoirs extérieurs.

En cas de déficit courant, le pays cède des actifs (monétaires ou financiers) ou accroît ses dettes. Le pays peut également puiser dans ses ressources accumulées antérieurement ou emprunter à l'étranger pour financer le surplus d'importations.

Ainsi, la balance des opérations courantes est égale au changement dans les avoirs extérieurs nets. La différence négative entre les flux nets de biens et services et les transferts courants représente son endettement extérieur net qui augmente du montant du déficit courant.

Ces trois interprétations servent à l'examen des options macro-économiques susceptibles d'« améliorer » le compte extérieur d'une nation.

L'excédent du compte courant ($X - M > 0$) ne peut pas s'accroître si on ne veille pas en même temps à accroître le produit national (Y) par rapport à la dépense nationale, autrement dit le différentiel ($Y - A$).

Le déficit du compte courant, qui signifie que la nation désinvestit à l'étranger en important davantage (accentue sa position de débiteur international), peut être considéré comme normal et souhaitable pour un pays qui doit importer des ressources réelles pour son développement. Inversement, un excédent du compte courant enregistré par un pays ne peut être estimé satisfaisant s'il est inférieur au montant nécessaire pour assurer le maintien du volume d'exportations de capitaux jugés adéquats.

B – Le solde de base

La balance de base est utilisée par le département américain du commerce depuis 1940. Ce concept est défendu par LARY dans un article publié en 1963. La balance de base sépare les flux des produits et des titres à long terme des flux de titres à court terme et de la monnaie.

L'établissement du solde de base vise à exclure du dessus de la ligne toutes les transactions de nature transitoire qui risquent de se renverser à brève échéance.

La distinction clé est celle qui est faite, au niveau des mouvements de capitaux, entre le court terme et le long terme. Tous les mouvements de capitaux à court terme sont placés « au-dessous de la ligne », ainsi que les moyens de règlements. Il en est de même pour le poste « erreurs et omissions nettes ».

Les opérations qui aboutissent à ce solde définissent la structure d'une économie, permettant ainsi d'évaluer son degré de dépendance vis-à-vis de l'extérieur par rapport aux biens et services de consommation courants, aux équipements et aux capitaux.

Selon LARY, la pertinence du concept de transaction de base tient à la distinction qu'il permet d'opérer entre :

1) les transactions dont les changements apparaissent dans le long terme et celles qui n'y apparaissent pas ;

2) les transactions stables (celles qui correspondent aux forces économiques profondes) et celles qui sont variables et erratiques ;

3) les transactions qui répondent aux grandes forces économiques et celles qui sont sensibles aux variations conjoncturelles dans le court terme, ainsi qu'aux conditions de crédit.

Du fait que la balance des paiements recense, de façon exhaustive, les transactions entre un pays et le reste du monde, elle indique nécessairement les raisons pour lesquelles l'offre et la demande de devises évoluent. Le déficit

ou l'excédent de certains de ses soldes expliquent donc le niveau du taux de change. Il en est ainsi du solde de la balance de base qui cumule les résultats du solde courant et du solde des mouvements de capitaux à long terme.

En effet, lorsque le solde de la balance de base est positif, le taux de change a tendance à s'accroître. Inversement, une balance de base négative entraîne une baisse du cours de la devise.

Le solde de base mesure les possibilités d'entrée ou de sortie de capitaux, au taux de change courant, jugées suffisantes ou non. Un excédent de ce solde signifie que le pays bénéficie d'entrées de capitaux et donc de sorties de devises. Dans ce cas, une appréciation de la monnaie nationale s'avère nécessaire pour éviter des tensions inflationnistes dans l'économie. Si le solde est déficitaire, le pays enregistre au contraire une sortie de capitaux ou une entrée de devises. La monnaie nationale doit être dévaluée pour arrêter le mouvement de déflation ou éviter la réduction de l'activité économique.

Le solde de base reste également un instrument intéressant, mais non suffisant, de mesure des motifs d'accumulation. À cet égard, on peut penser que la structure des biens et services finis, des biens d'équipement, des biens primaires et des capitaux fournit des indications sur la capacité du pays à s'engager dans un processus de croissance durable.

Il reste que le concept de balance de base est critiquable parce qu'il nie l'existence des motifs d'accumulation, à moyen et à long terme, de capital à court terme et de la monnaie. Ce n'est pas parce que les actifs ont une échéance courte que leur détention ne peut pas faire l'objet d'une accumulation à long terme.

C – Le solde global ou solde de la balance des liquidités

Ce concept, dont le partisan le plus acharné est Walter LEDERER, consiste à inscrire « au-dessus de la ligne » les postes dont l'équilibre est significatif (les créances sur l'étranger) en même temps que les postes de la balance de base.

L'idée qui sous-tend cette présentation est de déterminer le risque, pour les États-Unis d'Amérique, d'avoir à faire face à un « remboursement de leurs dettes ». Elle traduit leur rôle de fournisseur de liquidités internationales.

Aux opérations de la balance de base, la balance globale ajoute les flux de capitaux à court terme du secteur privé non bancaire : les crédits commerciaux et les prêts de moins d'un an. Son solde définit la variation de la position monétaire d'un pays vis-à-vis de l'extérieur, déterminée par les créances et les engagements du secteur bancaire et de la banque centrale vis-à-vis de l'extérieur.

Dans le cas où le solde global est positif, la position monétaire extérieure sera débitrice. Ce qui signifie une baisse du niveau des liquidités internationales du pays. En cas de déficit, la position monétaire sera créditrice. Ce qui traduit un accroissement des liquidités internationales du pays.

Le solde global influe donc sur la masse monétaire nationale et constitue, de ce fait, un élément essentiel de l'analyse macro-économique et des décisions de politique économique.

La principale critique faite à ce concept est qu'il est contestable de considérer que toutes les dettes d'un pays soient liquides alors que leurs créances ne le seraient pas.

Si on considère que les agents privés ne détiennent pas de devises étrangères, le solde de la balance globale est égal au solde de la balance des règlements officiels.

D – Le solde de la balance des règlements officiels

Ce solde comprend les soldes des opérations courantes et du compte capital en dehors des avoirs de réserves. Il s'agit de découper le poste des mouvements de capitaux à court terme non plus d'après le critère « dettes et créances » mais d'après la nature (publique ou privée) de ces mouvements.

Sont donc inscrits « au-dessus de la ligne » les mouvements de créances à court terme du secteur privé, et « au-dessous de la ligne », ceux du secteur public.

Ainsi, un déficit de ce solde indique le déséquilibre des paiements que les réserves doivent couvrir. Les autorités monétaires sont tenues, dans ce cas, de puiser dans les réserves antérieurement accumulées pour financer le déficit. Elles peuvent également s'endetter auprès des organismes financiers étatiques ou étrangers (banques centrales, organismes financiers de crédits, institutions monétaires internationales…).

Un excédent de ce solde améliore les avoirs extérieurs du pays qui peut, soit accroître ses réserves, soit accroître ses créances auprès des institutions monétaires et financières étrangères sous forme de prêts.

Si l'objectif recherché est la stabilité du taux de change, un prélèvement sur les réserves extérieures tend à déprécier la monnaie nationale alors qu'un accroissement de ces réserves tend à l'apprécier.

À cet effet, il n'est pas souhaitable qu'une balance des règlements officiels présente durablement un solde déficitaire. Cela peut indiquer une situation de crise car le pays liquide ses avoirs internationaux de réserves ou s'endette vis-à-vis des autorités monétaires étrangères pour satisfaire une demande plus forte de la monnaie nationale par rapport aux autres monnaies.

En définitive, le solde des règlements officiels est un instrument de défense de la monnaie nationale dans la mesure où le niveau des réserves de devises d'un pays détermine sa capacité d'intervention sur le marché de change pour soutenir sa monnaie ou influencer son cours.

Puisque la balance des règlements officiels traduit des phénomènes de court terme, alors que la balance des liquidités traduit un phénomène plus fondamental (la croissance des liquidités nationales), elle est plus instable que la seconde.

SECTION 4 : L'APPRÉCIATION GLOBALE DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

Deux questions permettent d'apprécier la balance des paiements :

– peut-on parler d'équilibre de la balance des paiements ?
– quand peut-on dire qu'une balance des paiements est favorable ?

1. Peut-on parler d'équilibre de la balance des paiements ?

Bien que l'expression soit devenue très courante, il est absurde de parler d'équilibre de la balance des paiements car, selon la coutume comptable, la balance des paiements est définie solde inclus. Elle est donc nécessairement en équilibre ex post. L'usage contraire a prévalu pour les comptes ne recensant qu'une partie des transactions. Il en est ainsi de la balance courante et la balance des capitaux, qui sont définies solde exclu. Elles sont de fait (et sauf hasard) en déséquilibre. Dans ces conditions, il est plus indiqué de faire allusion à la situation de la composante la plus significative dans chaque optique et de dire que la balance courante, la balance des capitaux est en déséquilibre positif ou négatif.

2. Quand la balance des paiements peut-elle être favorable ?

Retenons tout d'abord que la structure d'ensemble de la balance des paiements est plus significative que chacun de ses soldes. Et on distingue généralement la courte et la longue période.

En courte période, la balance des paiements sera dite favorable si elle ne fait pas peser de menaces sur le taux de change et sur les réserves de devises étrangères.

En longue période, la balance des paiements est favorable lorsque les placements extérieurs du pays augmentent. Le pays prépare ainsi une augmentation future des profits reçus de l'extérieur. À condition, bien sûr, que ces placements soient plus rentables que s'ils étaient faits dans le pays.

En fait, une balance des paiements est viable si le pays peut financer le déficit de la balance courante par des entrées de capitaux compatibles avec ses perspectives de développement et qui ne compromettent pas sa capacité à assurer le service de sa dette, autrement dit, sans faire de restriction sur le commerce et sur les paiements.

Chapitre 2
Les opérations de change

L'opération de change est celle par laquelle on se procure, dans un pays donné contre la monnaie de ce pays, des moyens de règlements valables à l'étranger. Exemple : un Burkinabé qui achète des dollars.

L'opération de change consiste donc dans l'échange de deux monnaies nationales différentes, en la conversion d'une monnaie en une autre à un taux appelé taux de change.

Dans ce chapitre, nous parlerons tour à tour du taux de change, du marché de change, de la gestion du risque de change, enfin des déterminants du taux de change.

SECTION 1 : LE TAUX DE CHANGE

Le taux de change, qui est le prix de la monnaie, est exprimé de deux façons :

– le prix en unités de devise de la monnaie nationale (cotation au certain);
– le prix en unités de monnaie nationale de la devise (cotation à l'incertain).

En tant que prix, le change s'exprime d'abord en niveau. On parle donc de cours et non de taux. En revanche, les variations du change effectif (relation multilatérale) sont exprimées en taux. Aussi distingue-t-on généralement :

– le cours de change bilatéral (nominal ou réel) ;
– le taux de change multilatéral (nominal ou réel) ;
– le taux de change d'équilibre.

1. Les cours de change bilatéraux

En réalité, il n'y a pas un cours de change bilatéral unique, mais plusieurs (cours d'achat, cours de vente, sur le marché de détail et sur le marché de gros ou interbancaire, au comptant ou à terme). D'une manière générale, on distingue le cours bilatéral nominal et le cours bilatéral réel.

Le cours de change bilatéral nominal est le prix en monnaie nationale d'une unité de monnaie étrangère (par exemple le prix du franc en mark).

Le cours bilatéral réel représente la valeur d'une monnaie en terme de pouvoir d'achat des marchandises d'un autre pays.

Si e est le cours nominal, P et P* le niveau des prix domestiques et étrangers, le cours réel est égal à :

$$c_r = e \frac{P^*}{P}$$

2. Le taux de change effectif (ou multilatéral)

Le taux de change effectif ou multilatéral représente la valeur externe d'une monnaie par rapport à celles de l'ensemble des partenaires commerciaux. Mais comme toutes les monnaies n'ont pas la même importance pour le pays, on procède à une pondération pour prendre en compte l'intensité des échanges avec chaque partenaire. Techniquement, le taux de change multilatéral correspond aux variations des cours pondérés par les relations commerciales et financières (on s'efforce de pondérer par les importations et/ou par les exportations).

Le taux de change effectif nominal combine les cours bilatéraux nominaux. Il n'a de sens qu'en évolution et représente en fait une variation d'ensemble du taux de change pondéré. Il rend compte des conditions d'échange d'une monnaie contre un panier de monnaies (les monnaies des principaux partenaires commerciaux). Ce concept s'applique donc à une moyenne pondérée de taux de change des partenaires commerciaux du pays en question.

Le taux de change effectif réel combine les cours bilatéraux réels. De calcul un peu plus difficile, le taux de change effectif réel est le plus complet.

3. Le taux de change d'équilibre

Le taux de change d'équilibre est celui qui assure l'équilibre macro-économique, autrement dit celui qui permet aux autorités d'atteindre leurs objectifs de politique économique et aux agents économiques d'être sur leurs courbes d'offre ou de demande.

SECTION 2 : LE MARCHÉ DE CHANGE

La confrontation au marché de change est la première manifestation concrète de la réalité internationale. Toute entreprise qui importe ou exporte des biens se heurte à un problème de change.

Le marché de change assure ainsi la confrontation entre l'offre et la demande de devises et révèle leurs cours en terme de monnaie nationale. C'est l'environnement institutionnel et le cadre où se déroulent les opérations de change. Le marché de change n'est pas géographiquement limité. En effet, le marché du franc français couvre aussi bien les transactions en devises à Paris, que celles en franc contre les monnaies locales à New-York, Zurich, Londres, Singapour... Ce marché est caractérisé par les acteurs et les opérations négociables.

1. Les participants

On distinguera trois types de participants au marché de change : les banques, la clientèle privée et les courtiers.

1) Les banques

Il s'agit principalement des banques centrales et des banques commerciales qui interviennent pour leur propre compte et celui de leur clientèle.

Ainsi, les banques centrales interviennent soit pour régulariser l'évolution des cours des devises, soit pour assurer le respect des marges de fluctuations des cours (cas du Système Monétaire Européen).

Les banques commerciales sont au centre du marché de change, car toutes les transactions internationales ou presque impliquent le débit d'un compte auprès d'elles. Ces transactions donnent lieu à un transfert des dépôts bancaires libellés en différentes monnaies. Le commerce de devises entre banques, appelé marché interbancaire, représente une part importante des activités du marché de change.

2) La clientèle privée

Elle n'intervient pas directement sur le marché de change, mais plutôt par l'intermédiaire des banques en vue de satisfaire leurs besoins en devises induits par les opérations commerciales ou financières internationales. Il s'agit des sociétés commerciales qui opèrent dans plusieurs pays et font ou reçoivent des paiements en devises d'une part, des institutions financières non bancaires qui offrent à leurs clients des services liés aux transactions en devises et les particuliers, d'autre part.

3) Les courtiers

Ils jouent un rôle essentiel en tant qu'informateurs et intermédiaires. Ils informent les opérateurs des cours auxquels se vendent ou s'achètent les différentes monnaies. Comme intermédiaires, ils centralisent les ordres d'achat et de vente de plusieurs banques. Leur rôle est de rendre le marché plus efficace et plus fluide.

Une maison de courtage est divisée en sections, chacune travaillant sur une devise ou un groupe de devises. Les plus grandes maisons de courtage sont localisées à Londres. Ce sont des maisons internationales ayant de nombreux bureaux ou filiales sur d'autres places financières.

Les maisons de courtage ont beaucoup contribué à l'accélération de l'intégration des marchés financiers en raison de liens directs qu'elles ont avec de nombreux centres étrangers.

2. Les actifs négociés

On distingue deux types d'éléments :

– l'élément principal : le transfert télégraphique de dépôt bancaire ;
– l'élément accessoire : la lettre de change et le numéraire.

Le transfert télégraphique de dépôt bancaire est un ordre envoyé par télex de débiter un compte dans une devise A et de créditer simultanément un autre compte libellé dans une devise B.

Les comptes débités et crédités peuvent appartenir à une même personne. Le principal avantage du transfert télégraphique est sa rapidité d'exécution.

La lettre de change est un ordre écrit par le vendeur d'un bien et accepté par l'acheteur (ou sa banque), obligeant cet acheteur à payer une certaine somme au vendeur à une date fixée et en une certaine monnaie. La lettre de change associe la fonction de crédit à court terme et la fonction d'opération de change.

Le numéraire est peu utilisé mais s'impose en raison de la demande des touristes.

Il existe une graduation dans l'importance des différentes devises utilisées sur le marché des changes. Le dollar américain constitue la première référence. Le classement des principales devises donne l'ordre suivant : le dollar, le deutsche mark, le yen, la livre, le franc suisse, le franc français, le dollar canadien, ...

Les codes utilisés pour ces monnaies sont repris dans le tableau n°3 ci-après.

Les taux de change facturés sont sensiblement différents des taux relatifs aux transferts de dépôt publiés dans la presse financière. Cet écart équivaut au coût de trésorerie de la détention de billets non productibles d'intérêts et frais de transformation des instruments manuels des paiements en avoirs en compte.

On distingue principalement le marché de change au comptant et le marché de change à terme.

3. Organisation et fonctionnement du marché de change au comptant

Sur un marché de change au comptant s'effectuent les achats et ventes de devises livrés au plus tard deux jours ouvrables après la date de conclusion de contrat. Les cotations sur le marché au comptant sont faites sur la base de deux prix : un cours acheteur (prix auquel une banque se propose d'acheter les devises) et un prix de vente. La différence entre les deux cours représente la marge de la banque. Cette marge diffère d'un établissement à l'autre.

Tableau n° 3 : Codes des monnaies les plus utilisées

Monnaie	Code
Deutsche mark	DEM
Dollar canadien	CAD
Franc belge	BEF
Dollar américain	USD
Franc français	FRF
Lire	ITL
Couronne danoise	DKK
Dollar néozélandais	NZD
Yen	JPY
Franc suisse	CHF
Florin	NLG
Livre sterling	GBP
Dollar Hong-Kong	HKD
Dollar Singapour	SGD
Couronne suédoise	SDK
Ringitt de Malaisie	MYR
Dollar australien	AUD
Peso mexicain	MXP
Cruzado brésilien	BRC
Écu	XEU
Couronne norvégienne	NOK
Peseta espagnole	ESP

Le marché au comptant se tient généralement tous les jours ouvrables. Il fonctionne en continu. Cependant, il existe sur certaines places une procédure de fixing (séance de cotation au cours de laquelle les cours des principales devises sont constatées par un représentant de la chambre syndicale des agents de change qui les publie au journal officiel).

Lorsqu'une banque intervient sur le marché de change pour le compte d'une clientèle, elle peut soit procéder aux achats et ventes directs de devises, soit passer par une devise tierce en vue d'obtenir un profit.

Exemple : une banque canadienne vend le 4 mars 1998 un million de francs français (FRF) provenant des exportations effectuées par une entreprise canadienne. Quand la banque reçoit l'ordre de vendre les FRF, le taux sur le marché est le suivant :

1 CAD = 5,4022 FRF à Paris ;
1 USD = 1,2226 CAD à New-York ;
1 USD = 6,6040 FRF à Paris.

Première possibilité : vendre directement :

1.000.000/5,4022 = 185.109,77 CAD ;

Deuxième possibilité : passer par la devise tierce (USD) :
à New-York : (1.000.000/6,6040) x 1,2266 = 185.130,21 CAD. Ce qui donne un profit de 20,44.

La réalisation de l'arbitrage triangulaire exige une grande célérité car le taux de change varie très rapidement et le cambiste risque de se faire coller.

4. Organisation et fonctionnement du marché de change à terme

Sur un marché à terme, les opérateurs contractent des engagements d'achat et de vente de monnaie à un cours fixé au moment du contrat mais repoussent la livraison et le paiement à une date ultérieure fixée au moment de l'engagement (généralement un mois, trois mois, six mois, voire une année).

Le taux de change à terme n'est jamais pratiquement égal au taux au comptant. Il est soit supérieur soit inférieur.

Soient deux devises A et B, on dira que le cours à terme d'une devise A est en prime ou en report par rapport au cours au comptant quand il permet d'acheter davantage de monnaie B que le cours au comptant. La prime est égale à la différence entre les deux cours exprimés en pourcentage annuel du cours au comptant. De même, le cours à terme est en perte ou en deport quand il permet d'acheter moins d'unités de la devise B. La perte s'exprime également en pourcentage annuel.

La devise est dite « au pair » quand le taux à terme est égal au taux au comptant.

Le taux à terme se définit de manière différente selon les cotations :

1) pour une cotation au certain : un écart positif entre taux à terme et taux au comptant donne lieu à une plus-value de la monnaie à terme ; on parle de report. Un écart négatif indique une moins-value à terme. On parle de déport.
2) pour une cotation à l'incertain : un écart négatif équivaut à une plus-value d'une monnaie à terme et un écart positif à une moins-value.

Report et déport sont exprimés en pourcentage annuel du taux au comptant. Si X_0 est le taux au comptant et X_1 le taux à terme, le report ou déport à t jours s'exprime de la façon suivante :

$(X_1 - X_0/X_0)$ x (360 x 100/t).

Exemple : exprimer un report sur le dollar à Paris de 0,1900 pour un terme de trois mois, le cours au comptant étant de 6,6550.

Réponse : (0,19/6,6550) * (360 * 100/90) = 11,42 %.

Dans le marché interbancaire, il existe deux types de transactions : les swaps et les termes secs.

Le swap est une opération dans laquelle la transaction à terme est complétée par une transaction simultanée sur le marché au comptant. Ainsi, l'opérateur

qui effectue un achat de devises sur le marché au comptant procède à une vente de devises sur le marché à terme. De même, il initie un achat de devises à terme lorsqu'il réalise une vente de devises au comptant.

L'opération à terme sec consiste à vendre ou à acheter une devise pour une échéance déterminée.

SECTION 3 : LA GESTION DU RISQUE DE CHANGE

Les entreprises et les banques sont confrontées à différentes catégories de risques de change. Les risques sont liés à leurs opérations d'exportation et d'importation facturées dans une devise différente de celle utilisée pour l'établissement de leurs bilans et de leur compte de résultat, d'une part, leurs opérations de prêt et d'emprunt sur les marchés des eurodevises et les marchés financiers étrangers ou internationaux, d'autre part.

Pour ce qui concerne les entreprises, on recense trois catégories de risques de change :

– le risque de transaction ;
– le risque de consolidation ;
– le risque de change économique.

Le risque de transaction est lié :

– soit à des transactions commerciales ;
– soit à des opérations financières (prêt et emprunt de devises étrangères) ;
– soit à des flux de dividendes en devises étrangères.

Le risque de consolidation procède du fait que les actifs et les passifs des filiales des entreprises à l'étranger doivent être traduits, au moment de la consolidation des bilans, en devises étrangères (en termes de monnaie de la maison mère). Le risque de consolidation est également appelé risque comptable.

Le risque de change économique tient au fait que, lorsque les coûts de production sont croissants, une société peut voir sa part de marché décroître. Ce risque existe lorsque les résultats d'une entreprise peuvent être affectés par une variation du taux de change.

S'agissant des banques, on distingue cinq catégories de risques :

- le risque de change : toute banque qui occupe une position longue dans une devise court un risque si cette devise se déprécie. De même, une position courte dans une devise fait courir un risque de perte si cette devise s'apprécie[1].
- le risque de crédit est le risque de voir la contrepartie faire défaut ;
- le risque de liquidité (risque de refinancement si le taux d'intérêt augmente) tient à la différence entre cours futur et cours au comptant ;
- le risque de base concerne les banques qui opèrent sur les marchés futurs. Il tient à la différence entre cours futur et cours au comptant ;
- le risque opérationnel est, quant à lui, lié aux opérations de la banque.

Dans le contexte international actuel, caractérisé par des fluctuations de grande ampleur des cours des monnaies et le flottement des monnaies, la gestion du risque de change devient une nécessité. L'acte de couverture, assez semblable à la technique de l'assurance, comporte deux volets :

- le premier concerne la détermination et la surveillance permanente de la position de change ;
- le second, qui a un caractère plus actif, a trait aux techniques susceptibles de protéger contre le risque de change.

Cette protection a un élément d'asymétrie dans la mesure où elle ne concerne pas les possibilités de gain.

La gestion du risque se pratique sur le marché interbancaire, le marché des contrats à terme, le marché des swaps en devises et le marché des options en devises.

1. **Position longue** : celle de l'entité qui a accepté de recevoir un montant de monnaie étrangère à une date prédéterminée ou de l'entité qui a une position créditrice nette (actif > passif) en monnaie étrangère.
Position courte : celle de l'entité qui a promis de livrer un montant de monnaie étrangère à une date prédéterminée (importation de biens et services) ou de l'entité qui a une position débitrice nette (actif < passif) en monnaie étrangère.

1. Sur le marché interbancaire

La couverture sur le marché interbancaire se traduit par une livraison ou une réception de devises. Elle est immédiate quand la couverture se fait au comptant et différée sur le marché à terme.

Sur le marché au comptant, l'importateur doit acheter tout de suite la devise dont il aura besoin plus tard. C'est une couverture par une avance en devises. À terme, l'opérateur se couvre contre le risque de baisse ou de hausse de cours. Ainsi, l'importateur achète à terme des devises correspondant au montant de sa dette. L'exportateur, qui redoute une baisse du cours de la devise, vend à terme auprès de son banquier le montant de sa créance.

2. Sur le marché des contrats à terme

Sur ce marché, l'exportateur ou l'importateur prend directement contact avec un courtier pour vendre ou acheter un ou plusieurs contrats de devises.

Ainsi, l'importateur, qui redoute une hausse du cours de la devise dans laquelle sa dette est libellée, s'en protège en achetant des contrats à terme. Quant à l'exportateur, il vend des contrats à terme parce qu'il redoute une baisse du cours de la devise.

3. Sur le marché des swaps de devises

Un swap de devises est un engagement de gré à gré par lequel deux contreparties s'échangent des flux financiers libellés dans deux devises différentes avec des taux d'intérêt fixes. C'est la combinaison simultanée d'une vente au comptant de devises et d'achats à terme d'un même montant en devises. Les swaps sont très intéressants et fort utiles pour gérer le risque de change de longue période. Et c'est pourquoi ils sont souvent associés à des emprunts ou à des placements en devises à moyen terme et à long terme.

Prenons ici l'exemple de deux entreprises américaine et japonaise qui souhaitent respectivement s'endetter en yen et en dollar pour une durée donnée sans

prendre de risque. La solution consiste pour chacune d'elle à emprunter, sur le marché local et dans sa propre devise, et à procéder à un swap.

4. Sur le marché des options de devises

Une option est un droit d'achat ou de vente des devises ou des contrats à terme de devises. Les options de devises sont des actifs asymétriques qui permettent à leurs utilisateurs d'être protégés contre le risque de change sans les priver pour autant d'une évolution qui leur serait favorable et qu'ils auraient mal anticipée.

La technique traditionnellement utilisée pour se protéger contre la baisse du taux de change est l'achat d'options de vente. Et dans le cas contraire (hausse du taux de change), on utilise l'achat d'options d'achat.

SECTION 4 : LES DETERMINANTS DU TAUX DE CHANGE

L'étude de la détermination du taux de change a fait l'objet d'une littérature abondante et d'interprétations diverses. Tous ces modèles sont fondés sur l'approche financière du taux de change, selon laquelle le cours d'une devise (comme de n'importe quelle marchandise) est déterminé par la loi de l'offre et de la demande, même si leurs conclusions divergent.

Des travaux relativement récents (DORNBUSH 1982, KRUGMAN 1992) distinguent les déterminants à court et long terme :

- à long terme, le taux de change d'équilibre est guidé par l'évolution des prix des biens échangeables (parité des pouvoirs d'achat) ;
- à court terme, les perturbations réelles et monétaires ne se répercutent pas immédiatement sur les prix des biens, l'ajustement se fait par les marchés financiers à l'aide d'une variation correspondante du taux d'intérêt (théorie de la parité des taux d'intérêt).

Pour mieux appréhender la détermination des taux de change, nous retiendrons trois types d'explications :

– la parité des pouvoirs d'achat ;
– la parité des taux d'intérêt ;
– la spéculation.

1. La théorie de la parité des pouvoirs d'achat (PPA)

Entrevue par RICARDO (1817), popularisée par le Suédois CASSEL (1918), la théorie de la parité des pouvoirs d'achat a fait l'objet de multiples tentatives de vérification. Nous commencerons par exposer cette théorie, ensuite nous présenterons les principaux débats auxquels elle a donné lieu.

A. Enoncé de la théorie de la parité des pouvoirs d'achat (PPA)

Pour CASSEL, la valeur d'une monnaie est déterminée par le pouvoir d'achat en biens et services qu'elle procure. Le taux de change normal entre deux monnaies est celui qui égalise les pouvoirs d'achat internes des deux monnaies. Et comme la valeur d'une monnaie est définie par l'inverse du niveau général des prix, le taux de change d'équilibre sera égal au rapport des niveaux de prix. C'est donc la différence des taux d'inflation entre deux pays qui explique l'évolution du taux de change.

Partant de cette définition, on a tenté de ramener le principe de la parité des pouvoirs d'achat à la « loi du prix unique » (MARSHALL, 1961), loi selon laquelle le prix d'un bien faisant l'objet d'un échange international est unique sous réserve de l'hypothèse d'absence de coût de déplacement et de droits de douane. Cependant, la parité des pouvoirs d'achat ne peut se ramener à la loi du prix unique qui considère que l'ensemble du marché occidental peut être considéré comme un marché unique.

Il existe deux approches de la parité des pouvoirs d'achat :

– la parité des pouvoirs d'achat absolue ;
– la parité des pouvoirs d'achat relative.

La parité des pouvoirs d'achat absolue (PPAa) indique que le taux de change d'équilibre entre les monnaies de deux pays doit se fixer à un niveau tel que

le même panier de biens et services ait le même prix dans les deux pays, autrement dit le taux de change nominal est déterminé par le rapport entre les prix domestiques P et les prix étrangers P* :

$$PPAa = P/P^* \; ; \qquad (1)$$

avec P, le niveau des prix domestiques ;
P*, le niveau des prix étrangers ;
(P et P* étant libellés dans leur propre monnaie).

Les données sur les prix absolus étant difficiles à obtenir, la théorie de la parité des pouvoirs d'achat est généralement utilisée sous sa forme relative (dynamique). La parité des pouvoirs d'achat relative (PPAr) s'intéresse donc aux variations de prix plutôt qu'à « l'équivalence » entre monnaies. Elle indique le produit du taux de change à la période de base (supposé être un taux de change d'équilibre) et du rapport des indices d'évolution des prix dans les deux pays, soit :

$$PPAr = (P/P^*).\ e_0 \qquad (2)$$

avec e_0, le taux de change à la période de base.

Le taux de change d'équilibre à long terme est égal à la parité des pouvoirs d'achat qui permet de construire un indice de taux de change réel (TCR).

Cet indice est défini comme le produit du rapport des indices de prix des deux pays (P*/ P) par un indice du taux de change égal au rapport entre le taux de change courant (e) et le taux de change de la période de base (e_0) :

$$TCR = (P^*/\ P).\ (e/e_0) \qquad (3)$$

Par substitution entre (2) et (3), on a :

$$TCR = (e/PPAr) = (e/e_0).\ (P^*/\ P) \qquad (4)$$

Cet indicateur permet de voir, en cas de déviation du taux de change réel par rapport à l'unité, que le taux de change d'équilibre s'écarte de la parité des pouvoirs d'achat par rapport à une période de base d'équilibre. Il révèle donc les sous-évaluations ou les sur-évaluations de la monnaie considérée.

Si le taux de change est exprimé en unités de monnaie du premier pays par unité de monnaie du second (cotation à l'incertain) et si l'indice de taux de change réel est supérieur à l'unité (TCR > 1), il y a sous-évaluation de la monnaie considérée. Ce qui signifie que le prix dans ce pays a diminué par rapport à l'autre pays ou que le prix de la devise en sa monnaie a augmenté sans aucun mouvement compensatoire dans les niveaux relatifs de prix.

Si le taux de change d'équilibre est exprimé en unités de monnaies étrangères par unité de monnaie nationale (cotation au certain) et si on a (TCR > 1), il y a surévaluation de la monnaie considérée.

Ainsi, dans le cas d'une cotation à l'incertain, si TCR > 1, il y a sous-évaluation de la monnaie nationale et si TCR < 1, il y a surévaluation de la monnaie nationale.

En ce qui concerne les comparaisons multilatérales, pour le calcul du taux de change effectif réel, il faut que le rapport des taux de change d'équilibre dans les équations (3) ou (4) (e/e_0) soit remplacé par un indice de taux de change effectif (TCE) et que le niveau des prix étrangers P* soit une moyenne pondérée des indices de prix des partenaires commerciaux.

Le concept de taux de change effectif réel (TCER) est équivalent dans un contexte multilatéral, au concept de taux de change réel défini plus haut.

B. Interprétation économique de la théorie de la parité des pouvoirs d'achat (PPA)

Trois interprétations théoriques alternatives ont été faites (L. KATSELI, 1979). La théorie de la parité des pouvoirs d'achat apparaît comme :

- une relation d'arbitrage spatial ;
- une relation causale dans le cadre de l'approche monétaire de la balance des paiements ;
- une relation de forme réduite dans le cadre de l'approche d'équilibre de portefeuille.

La première interprétation correspond à l'application de la « loi du prix unique », autrement dit la loi d'égalisation des prix entre pays qui repose sur les hypothèses suivantes :

– information parfaite ;
– homogénéité des produits ;
– absence de coûts de transport, d'entraves aux échanges et de discrimination de prix.

La seconde interprétation repose sur une relation causale entre choc monétaire, niveau de prix et taux de change. Ainsi, grâce à la théorie quantitative de la monnaie, le choc monétaire (expansion monétaire) détermine le niveau de prix qui, à son tour, détermine le taux de change. Cette interprétation considère la parité des pouvoirs d'achat comme une relation indispensable de l'approche monétaire de la balance des paiements.

La troisième interprétation situe la parité des pouvoirs d'achat dans le cadre de l'approche de l'équilibre de portefeuille. Le taux de change est déterminé sur le marché des actifs. Ce qui revient à dire que le taux de change d'équilibre est influencé par les stocks de monnaie, de richesse, d'actifs nationaux et étrangers. Cette interprétation privilégie une détermination endogène et simultanée des taux de change et des prix ainsi que le rôle fondamental des anticipations sur les valeurs à court terme.

C. Controverses et critiques

La théorie de la parité des pouvoirs d'achat a fait l'objet de grandes controverses à cause principalement de son caractère logique et simple. Relevons que G. CASSEL avait déjà reconnu que l'application de la parité des pouvoirs d'achat avait certaines limites :

1) les entraves aux échanges internationaux qui peuvent asymétriquement influencer les prix relatifs en perturbant l'arbitrage spatial. En effet, si les importations d'un pays sont relativement plus restreintes que ses exportations, le taux de change de ce pays sera supérieur à son niveau de parité des pouvoirs d'achat ;
2) la spéculation sur le marché de change, qui peut peser sur le cours d'une devise et provoquer une déviation temporaire par rapport à la parité des pouvoirs d'achat (la spéculation contre une monnaie peut faire baisser sa valeur au-dessous de la parité des pouvoirs d'achat) ;

3) les anticipations d'inflation, qui peuvent exercer des pressions à la baisse par rapport à la parité des pouvoirs d'achat (lorsqu'elles prévoient une inflation nationale supérieure à celle de l'étranger) ;
4) les modifications des prix relatifs internes (reflet des changements structurels d'une économie), qui sont à l'origine de déviations du taux de change vis-à-vis de la parité des pouvoirs d'achat ;
5) les mouvements de capitaux à long terme qui peuvent provoquer des écarts par rapport à la parité des pouvoirs d'achat (un déficit prolongé de la balance des capitaux peut influencer négativement le taux de change vis-à-vis de la parité des pouvoirs d'achat) ;
6) les interventions directes du gouvernement sur les marchés de change, qui exercent le même effet que la spéculation.

La théorie de la parité des pouvoirs d'achat a fait l'objet de nombreuses critiques. Cinq points retiennent l'attention :

1) la théorie de la parité des pouvoirs d'achat est fondée sur l'évolution de la balance des opérations courantes, la seule qui soit affectée par les variations de prix des biens et services dans différents pays. Or, la balance des opérations courantes n'est qu'une partie de la balance des paiements et le taux de change d'équilibre peut évoluer sous l'influence d'autres postes de la balance des paiements ;
2) la théorie de la parité des pouvoirs d'achat ignore le fait qu'une devise peut servir de monnaie véhiculaire. Dans ce cas, son évolution est déterminée par des considérations autres que le taux d'inflation du pays (exemple des États-Unis d'Amérique) ;
3) la vérification empirique de la parité des pouvoirs d'achat est tributaire des indices de prix retenus. Or, les indices généraux sont à de nombreux égards critiquables ;
4) cette vérification est sensible à la période de référence retenue ;
5) enfin, cette vérification est sensible aux pays retenus (la parité des pouvoirs d'achat est souvent vérifiée pour les pays industrialisés qui ont le même niveau de développement).

Cependant, la théorie de la parité des pouvoirs d'achat n'est pas aujourd'hui inutile, elle sert davantage à expliquer les variations du taux de change d'équilibre que leur formation.

2. La théorie de la parité des taux d'intérêt

Dans un système de changes flexibles, l'observation des taux d'intérêt sur le marché international est indispensable pour comprendre l'évolution des taux de change à court terme, car leurs variations se reflètent immédiatement sur celles des cours des devises. L'impact des taux d'intérêt est donc complémentaire de l'influence exercée par le différentiel d'inflation.

Ainsi, à court terme, les variations des taux d'intérêt entraînent, toutes choses égales par ailleurs, une fluctuation dans le même sens du taux de change au comptant. Ces variations déterminent à leur tour le taux à terme.

La théorie de la parité des taux d'intérêt constitue un modèle alternatif de détermination du taux de change. Elle établit un lien théorique entre les taux d'intérêt nationaux (i) et étrangers (i*) et les marchés de change au comptant et à terme.

Enoncée pour la première fois par KEYNES (1923), la théorie de la parité des taux d'intérêt a fait l'objet de plusieurs appréciations. Elle se résume en une phrase : les cours des devises tendent à s'ajuster aux parités des taux d'intérêt.

Ainsi, l'opérateur qui se couvre à terme, le fait nécessairement en comparant le prix de sa devise à terme et le différentiel d'intérêt.

$F = i - i^*$.

Ce différentiel devient un important facteur explicatif de la formation des cours à terme. Cependant, deux autres facteurs agissent sur la formation des cours :

- l'offre et la demande de devises liées au commerce international qui ont une influence déterminante sur les cours au comptant et à terme ;
- les anticipations sur les cours au comptant futurs des différentes devises.

La théorie de la parité des taux d'intérêt repose sur les hypothèses suivantes :

- les titres nationaux et étrangers sont équivalents en terme de risque et de maturité ;
- il n'existe ni contrôle de capitaux, ni coûts de transaction, ni aucune imperfection de marché.

Dans tous les cas, admettre la théorie de la parité des taux d'intérêt, c'est accepter que les marchés financiers sont parfaitement concurrents. Mais en réalité, ils sont plus complexes. En effet :

- la disponibilité des fonds susceptibles d'être utilisés à des opérations d'arbitrage n'est pas infinie ;
- le contrôle des changes fait obstacle à la théorie de la parité des taux d'intérêt ;
- les mouvements de capitaux ne dépendent pas que des taux d'intérêt qui ne constituent qu'un facteur orientant l'attitude et le comportement des arbitrages ;
- la spéculation constitue un élément perturbateur.

Plusieurs études ont rendu compte des déviations substantielles des taux de change à terme de leurs taux de parité des taux d'intérêt (OFFICER et WILLET en 1970, STOLL en 1972). Ces déviations tiennent, pour une grande part, à l'existence des coûts de transactions significatifs ainsi qu'à l'aversion au risque des participants au marché.

On peut, par ailleurs, évoquer deux raisons supplémentaires (AGMON et BRONFELD en 1975, HOLMES et SCHOTT en 1965, MINOT en 1974) :

- l'existence des contrôles de capitaux et des systèmes d'imposition différenciés dans différents pays (différents taux prévalent dans les systèmes bancaires, pour les prêteurs et les emprunteurs, au point que les taux d'intérêt retenus pour représenter les taux de court terme de chaque pays ne sont pas les taux définitifs) ;
- l'importance de la qualité des données utilisées dans l'examen de la parité des taux d'intérêt.

3. Les phénomènes de surréaction

L'analyse moderne de la détermination du taux de change d'équilibre passe par la théorie du portefeuille qui permet de mettre en évidence des phénomènes de surréaction ou de surajustement (overshooting). Ce phénomène permet d'expliquer pourquoi les variations de taux de change ont une amplitude supérieure à celle qu'exigeraient les seuls facteurs économiques déjà évoqués. D'où deux explications à ce phénomène :

1) le jeu des anticipations ;
2) la sensibilité des marchés financiers.

S'agissant des anticipations, lorsqu'une monnaie se déprécie, les opérateurs ont tendance à l'accompagner, à l'inclure dans leurs prévisions, à s'en protéger. Ce faisant, ils la précipitent. Les anticipations ne commencent à se retourner que lorsque la dépréciation est excessive (vis-à-vis de la PPA). C'est donc au conformisme et à la volonté de limiter les risques des opérations que l'on peut attribuer ce « surajustement ».

Quant à la sensibilité des marchés financiers, c'est essentiellement le marché des changes qui est le premier à réagir et à en subir les contrecoups. C'est dans ce cadre que DORNBUSCH (1976) a proposé un modèle prenant en compte le principe de la parité des taux d'intérêt.

Ainsi, dans la courte période, la parité des taux d'intérêt expliquerait les variations du taux de change d'équilibre via les mouvements de capitaux. À long terme, d'autres facteurs influent sur le change, la parité des pouvoirs d'achat notamment (BRANSON).

4. La spéculation

La prise en compte des phénomènes spéculatifs constitue une méthode intéressante pour tenter de comprendre les variations récentes de taux de change.

On appelle spéculation toute opération à terme qui n'est pas couverte par une opération au comptant. Le spéculateur accepte de courir un risque de change car il pense connaître le futur taux de change d'équilibre d'une devise.

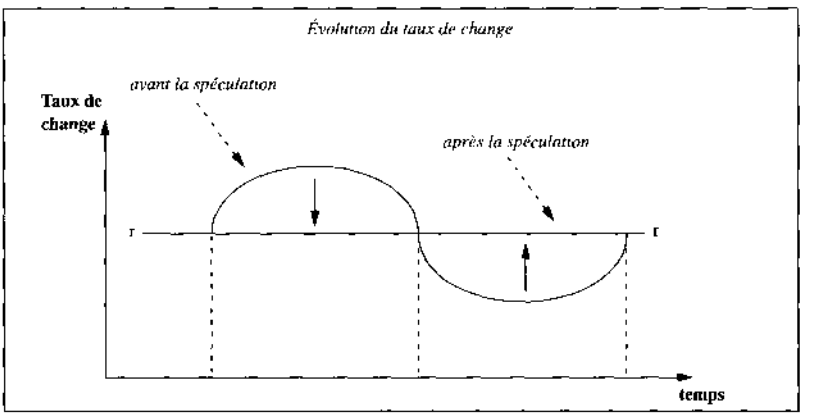
La spéculation, qui était l'exception avant l'apparition d'un système de change flexible, est devenue aujourd'hui la règle. La question intéressante à ce niveau est de savoir si la spéculation est stabilisante (FRIEDMAN) ou déstabilisante (BAUMOL). Cette controverse peut être interprétée en terme d'information parfaite et imparfaite.

Repoussant l'hypothèse de NURKSE sur le rôle néfaste de la spéculation lors de la dépréciation du franc entre 1922 et 1926, FRIEDMAN fera la proposition suivante : « Affirmer que la spéculation est un facteur déstabilisant revient pratiquement à dire que les spéculateurs perdent de l'argent ».

Pour FRIEDMAN, les agents ont des anticipations correctes des cours des devises. Les mouvements de capitaux spéculatifs doivent tendre à rapprocher le cours de la devise de son cours normal (celui qui égalise la parité des pouvoirs d'achat). S'il n'en était pas ainsi, les spéculateurs perdraient de l'argent. En effet, si à un moment donné le cours d'une devise est inférieur à son cours normal, l'écart entre les deux cours s'accentue dans le cas où la dépréciation est déstabilisante. Or cela n'est possible que si les spéculateurs vendent cette devise lorsque son cours est bas.

L'argument avancé par FRIEDMAN apparaît mince parce qu'il ne tient qu'à la conviction.

Le rôle stabilisant de la spéculation peut être représenté par le graphique suivant.



Si on fait l'hypothèse qu'en l'absence de spéculation, le taux de change fluctue autour d'une tendance horizontale, l'entrée des spéculateurs parfaitement informés sur le marché va tendre à éliminer les fluctuations.

En effet, si le cours de la devise se situe au-dessous de l'horizontale *rr*, les spéculateurs vont se porter « acheteurs », jusqu'à ce que le cours ait retrouvé sa position d'équilibre, autrement dit jusqu'à ce qu'ils ne puissent plus faire de profit. Ils se porteront « vendeurs » dans l'hypothèse contraire.

L'activité des spéculateurs contribuerait plutôt à stabiliser les variations des parités car ils prennent des dispositions généralement de sens contraire à l'opinion prévalant sur le marché (ils achètent quand le cours est bas et vendent quand il est élevé).

Pour BAUMOL (1957) en revanche, les spéculateurs contribuent par leur activité à rendre nécessaire des modifications de parité d'une amplitude plus importante que celle justifiée par les seuls facteurs économiques.

À cet effet, BAUMOL divise les intervenants sur le marché des changes en deux groupes :

– les non spéculateurs ;
– les spéculateurs.

Les non spéculateurs ont une demande nette de devises qui dépend du taux de change courant et des taux de change des deux périodes antérieures. Leur intervention donne lieu à un mouvement cyclique de taux de change que l'on suppose d'amplitude constante. Ainsi, en l'absence des spéculateurs, les non spéculateurs sont conduits à acheter lorsque le cours est élevé et à revendre lorsqu'il est bas.

Les spéculateurs vont mettre à profit cette particularité. Ils vont vendre une fois le sommet passé et acheter une fois le creux passé. Les spéculateurs réalisent certainement des profits, mais du fait qu'ils n'achètent pas exactement aux points de retournement, à cause du comportement des non spéculateurs, ils vont contribuer à augmenter la fréquence des fluctuations et, suivant les conditions initiales, l'amplitude des variations de taux de change.

BAUMOL montre donc que l'intervention des spéculateurs a pour conséquence d'augmenter les fréquences et l'amplitude du mouvement cyclique engendré par les non spéculateurs ainsi que ceux du mouvement de taux de change final résultant de l'action des deux catégories d'intervenants. Le caractère déstabilisant de la spéculation provient donc du comportement des non spéculateurs dû à une information insuffisante.

Deuxième partie
L'équilibre des opérations courantes

Les opérations courantes sont constituées par le flux de ressources qui font l'objet d'une consommation courante. Ce sont principalement des opérations sur biens et services.

L'équilibre des opérations courantes peut être réalisé par la variation des prix (chapitre 1) et par la variation du revenu global (chapitre 2).

Chapitre I
L'équilibre par les prix internationaux

La théorie de l'équilibre de la balance des paiements par les prix a suivi une certaine évolution. C'est David HUME (1752) qui en a ouvert la voie en élaborant une théorie du retour à l'équilibre de la balance des paiements par le mécanisme des mouvements d'or et des mouvements de prix. Plus tard, tirant parti des apports de HUME et de THORTON, Stuart MILL va formuler la théorie classique de l'équilibre automatique de la balance des paiements.

À partir des années 30, les théories de l'équilibre de la balance des paiements par les mouvements de prix et des taux de change se sont engagées dans une voie nouvelle avec l'accent mis sur les élasticités-prix d'offre et de demande de devises étrangères, d'importations ou d'exportations de biens.

On se trouve alors en présence de trois types de problèmes :
– celui de la formation des prix d'équilibre ;
– celui de la variation de ces prix et du taux de change ;
– celui des rapports de prix.

SECTION 1 : LA FORMATION DES PRIX INTERNATIONAUX

Un grand nombre de théoriciens du commerce international ont eu l'idée d'appliquer à l'étude de la formation des prix internationaux des produits, des méthodes et des instruments d'analyse mis en œuvre par les marginalistes et les théoriciens de l'équilibre général pour expliquer la formation des prix intérieurs.

C'est ainsi que CUNYNGHAM présente en 1904 le graphique de la communication des marchés directement inspiré des courbes d'offre et de demande d'Alfred MARSHALL. BARONE (1908) se sert de la même présentation pour calculer les gains provenant de l'échange et les effets des tarifs douaniers. Par la suite, de nombreux auteurs vont la reproduire en raisonnant soit sur un seul produit échangé entre deux pays, soit sur deux produits échangés entre deux pays (BYE, 1964).

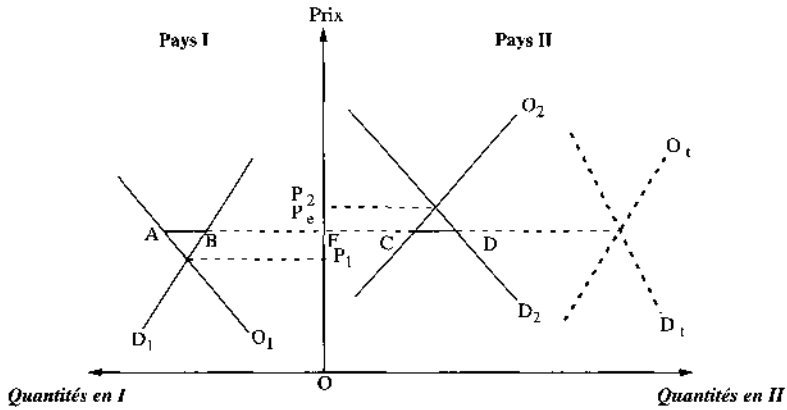
Nous allons d'abord raisonner sur un seul produit, puis sur deux produits.

1. La formation du prix d'un produit

Les 4 courbes d'offre et de demande

Pour déterminer le prix d'échange intérieur d'un bien, il faut connaître ses courbes d'offre et de demande intérieures. Pour le prix international, il faut nécessairement connaître quatre courbes : les courbes d'offre et de demande de chacun des deux pays que nous allons représenter dans le graphique n° 2 ci-dessous.

L'originalité de la représentation est la juxtaposition, sur le même plan en les adossant l'un à l'autre, des graphiques des courbes d'offre et de demande du bien considéré dans les deux pays. Les quantités sont mesurées sur l'axe des abscisses.



$O\sqrt{}_1$ et D_1 sont respectivement les courbes d'offre et de demande du pays I, $O\sqrt{}_2$ et D_2, les courbes d'offre et de demande du pays II.

Les courbes d'offre et de demande du pays I sont inversées par rapport à celles du pays II car les quantités du pays I sont mesurées en sens inverse des quantités du pays II.

En l'absence d'échange international, nous avons le prix p_1 qui s'établit dans le pays I et le prix p_2 dans le pays II.

Si l'échange s'établit entre les deux pays sous un régime de concurrence parfaite, il n'y a plus qu'un seul marché pour les deux pays. Il est alors possible de ramener en une seule courbe de demande internationale (demande globale) les deux courbes de demande nationale et en une seule courbe d'offre internationale (offre globale), les deux courbes d'offre nationales (soient les courbes D_t et O_t, obtenues par addition géométrique des courbes nationales).

Le prix d'équilibre international pe sera déterminé par l'intersection des courbes D_t et O_t. À ce prix, le pays I produit une quantité AF et ne demande qu'une quantité BF. Il devra donc exporter la quantité AB. Quant au pays II, il produit à ce même prix pe la quantité FC alors qu'il demande la quantité FD. Il doit donc importer la quantité CD.

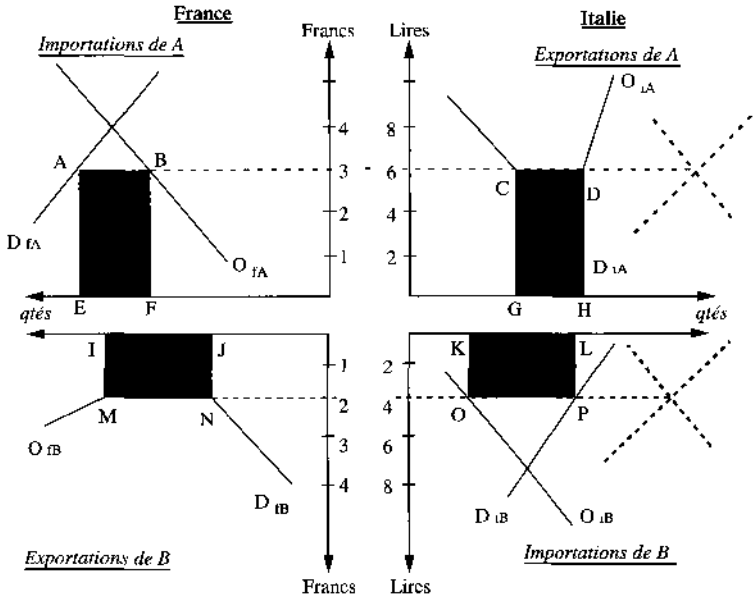
Ainsi, AB, montant des exportations du pays I doit être égal à CD, le montant des importations du pays II. Le prix pe est le prix d'équilibre international. Il est compris entre le prix d'échange intérieur du pays I, p_1, et le prix d'échange intérieur du pays II en isolement, p_2.

L'ouverture des deux pays au commerce international entraîne un accroissement du prix dans le pays qui exporte et une baisse du prix dans le pays qui importe. Ce qui montre l'avantage de l'ouverture et de l'échange international.

2. Le cas de deux biens : Les 8 courbes d'offre et de demande nationales

Partant de la présentation de BARONE, le professeur Maurice BYE va raisonner sur deux biens (A et B) échangés entre deux pays (la France et l'Italie). Les biens A et B constituent à eux seuls la totalité des échanges de l'un et de l'autre pays.

Dans chacun de ces pays, il existe initialement un marché pour les deux biens A et B. Ce qui donne au total huit courbes d'offre et de demande nationales.



Pour chaque produit, la valeur des importations doit être égale à la valeur des exportations. Les égalités suivantes doivent donc être satisfaites simultanément :

– valeur des importations de A = valeur des exportations de A ;
– valeur des importations de B = valeur des exportations de B ;
– valeur des importations françaises = valeur des exportations italiennes ;
– valeur des importations italiennes = valeur des exportations françaises.

En supposant que l'Italie exporte A et importe B, les exportations du produit A sont en même temps les exportations de l'Italie. Les importations du produit B sont également les importations de l'Italie. De même, les importations de A sont les importations de la France et les exportations de B, les exportations de la France. L'équilibre ne sera alors réalisé que si les diverses valeurs des importations et des exportations sont égales entre elles. Et le prix international d'équilibre pour chaque bien est celui qui égalise l'excès d'offre d'un pays et l'excès de demande de l'autre.

Soient alors l'Italie qui importe B et exporte A, et la France qui exporte B et importe A. Pour le produit A, le prix d'échange international s'obtient en construisant la courbe d'offre globale et la courbe de demande globale de A (cf. graphique précédent).

Si l'égalisation de l'excès d'offre italienne et de l'excès de demande française se réalise pour un prix de 6 lires en Italie et 3 francs en France, le taux de change qui assure la parité des pouvoirs d'achat est de 1 franc = 2 lires. De la même façon, on détermine le prix international du bien B. L'égalisation de l'excès de demande italienne et de l'excès d'offre française se réalise pour un prix de 2 francs en France et de 4 lires en Italie. Les échanges internationaux seront alors équilibrés car le taux de change définit une même parité de pouvoir d'achat pour les produits A et B (1 franc français = 2 lires italiennes).

Étant donné qu'à l'ouverture, le prix d'équilibre de chaque produit est celui qui rend égaux l'excès d'offre d'un pays et l'excès de demande de l'autre, il faut que dans chacun des pays la valeur des importations soit égale à celle des exportations pour que le taux de change qui assure la parité des pouvoirs d'achat (ici 1 franc = 2 lires) soit un taux de change d'équilibre.

Ainsi :

– pour la France : AB. pfa = OM. pfb
(BF) (JQ)

– pour l'Italie : CD. pia = PQ. pib.

L'équilibre ne sera donc réalisé que si les surfaces des quatre rectangles ABEF, EDGH, IJMO, KLPQ sont égales.

SECTION 2 : LA VARIATION DES PRIX INTERNATIONAUX

Les classiques et néo-classiques, en étudiant les mécanismes d'ajustement par les variations de prix ou du taux de change, ont voulu mettre en évidence le caractère automatique des ajustements par les mouvements de prix. Cependant, le recours de plus en plus fréquent aux variations de change après la seconde guerre mondiale a naturellement conduit de nombreux auteurs à examiner les conditions d'efficacité de cette mesure.

En fait, lorsque la balance des paiements est en déséquilibre, le processus d'ajustement peut s'effectuer par les variations de prix. Ainsi, il peut y avoir, soit une variation des prix intérieurs, le taux de change étant supposé constant, soit une variation du taux de change (par une dévaluation ou une réévaluation), les prix intérieurs étant maintenus constants.

1. Les variations des prix intérieurs

Le processus d'ajustement par les variations des prix intérieurs peut être étudié dans deux cas : le cas de l'étalon-or, d'une part, celui de l'étalon de change-or, d'autre part.

A –Le cas de l'étalon-or

Dans le cas de l'étalon-or, la théorie remonte à David HUME. Elle a été reprise par RICARDO, Stuart MILL et par TAUSSIG. Les mécanismes de rééquilibre de la balance consistent en des changements dans les prix relatifs des importations et des exportations, provoqués par les mouvements d'or.

Ainsi, un pays en excédent (X > M) aura des devises étrangères abondantes par rapport à la demande. Ce qui entraînera une baisse de leur prix. Lorsque le point d'entrée de l'or sera atteint, c'est-à-dire lorsqu'il sera plus avantageux de se faire payer en or qu'en une devise dont le cours s'est déprécié, l'or

étranger affluera dans le pays. Ainsi, par le jeu de la théorie quantitative de la monnaie, les prix nationaux vont s'élever. Et cette hausse va stimuler les importations étrangères (attirées par un marché favorable). Elle freinera en revanche les exportations nationales (plus chères aux acheteurs étrangers).

– $X > M \rightarrow$ entrée d'or $\rightarrow P \uparrow \Rightarrow X \downarrow$

Il y aura un retour à l'équilibre par suite du fléchissement des exportations et de l'accroissement des importations.

Le raisonnement de HUME se développe en six étapes :

1) l'excédent de la balance des échanges induit une entrée d'or ;
2) l'entrée de l'or augmente la masse monétaire interne ;
3) l'augmentation de la masse monétaire entraîne une hausse des prix nationaux ;
4) l'inflation interne réduit la compétitivité-prix des biens et services produits dans le pays ;
5) d'où une détérioration de la balance des échanges par une réduction des exportations et une augmentation des importations ;
6) la détérioration se poursuit jusqu'au rétablissement de l'équilibre.

À l'inverse, en cas de déficit, il y aura un excédent de demande de devises étrangères sur l'offre. Le point de sortie de l'or sera atteint et l'or sera envoyé à l'étranger. La diminution du stock d'or provoquera, en application de la théorie quantitative de la monnaie, une baisse des prix intérieurs qui va à son tour stimuler les exportations et freiner les importations. C'est à nouveau le retour à l'équilibre.

– $X < M \rightarrow$ sortie d'or $\rightarrow P \downarrow \Rightarrow X \uparrow$.

B – Le cas de l'étalon de change-or

Dans le cas de l'étalon de change-or, les mécanismes classiques vont continuer à jouer même s'ils ne demeurent pas aussi efficaces. Et c'est ainsi que, s'il y a déficit, on va enregistrer des mouvements de capitaux et des sorties de

devises. D'où une diminution des billets et de dépôts bancaires, une baisse des prix intérieurs et à terme un accroissement des exportations et une rentrée de devises. En cas d'excédent, les mouvements inverses vont se produire.

La théorie classique a suscité, à la fin du 19ème siècle et au début du 20ème siècle, un large assentiment. Cependant, elle a fait l'objet de nombreuses critiques notamment celle de AFTALION qui contesta les automatismes décrits par cette théorie.

En effet, AFTALION trouve que la théorie classique est incomplète pour les raisons suivantes :

1) elle néglige les mouvements d'or, de devises et de capitaux qui sont dus à des raisons autres que les variations de la balance des paiements et principalement sous l'influence de facteurs psychologiques ;

2) elle n'envisage pas la possibilité de variations du revenu global. De ce fait, les effets prix ne peuvent jouer de façon unilatérale que si le plein-emploi des ressources économiques est réalisé dans l'économie ;

3) elle suppose la passivité de la banque centrale face à des mouvements compensatoires d'or ou de devises.

2. Les variations du taux de change : présentation des effets normaux et pervers

L'ajustement de la balance des paiements peut également être assuré par les variations du taux de change. Ainsi, le taux de change peut faire l'objet d'une dévaluation (ou dépréciation) qui traduit une baisse de la valeur de la monnaie nationale par rapport aux monnaies étrangères, ou d'une réévaluation (ou appréciation) qui exprime une hausse de la valeur de la monnaie nationale par rapport aux monnaies étrangères.

Mais quelle est réellement l'efficacité des variations de change sur la balance des paiements ? Une variation du change entraîne-t-elle nécessairement une correction du déséquilibre de la balance des paiements ? Autrement dit, une dévaluation réduit-elle ou supprime-t-elle le déficit ? Et une réévaluation

réduit-elle ou supprime-t-elle nécessairement l'excédent ? Dans l'affirmative, la variation du taux de change conduit à un effet normal et dans le cas contraire, elle entraîne un effet pervers.

Il faut dire que cette question a longtemps été négligée car on admettait que la dévaluation avait toujours un effet favorable sur la balance des paiements. Et ce n'est qu'à la suite de nombreuses expériences que l'on s'est efforcé de déterminer dans quel cas une détérioration du taux de change, par exemple, n'améliore pas la balance des paiements courants (effets pervers).

C'est Mrs ROBINSON (1937) qui a élaboré une analyse très intéressante à ce niveau. Elle prend en compte quatre types d'élasticités :

a) du côté des exportations :

– l'élasticité de la demande d'exportations par l'étranger (η_x) ;
– l'élasticité de l'offre nationale d'exportations (ε_x) ;

b) du côté des importations :

– l'élasticité de l'offre d'importations par l'étranger (ε_m) ;
– l'élasticité de la demande nationale d'importations (η_m).

Et c'est à partir de ces élasticités qu'elle détermine l'influence de la dévaluation sur les valeurs des importations et des exportations. Ces valeurs dépendent des variables prix et volume.

S'agissant de la valeur des importations, on observe que :

1) le prix en monnaie nationale des importations augmente sous l'effet de la dévaluation. Ce prix ne varie pas si les quantités et les prix ne varient pas, donc si $\eta_m = \infty$ et si $\varepsilon_m = 0$.

Par contre, le prix en monnaie étrangère diminue sous l'effet de la dévaluation sauf dans le cas où $\varepsilon_m = \infty$ et $\eta_m = 0$.

2) le volume des importations diminue. Il convient de signaler que ce volume est le même (que le prix soit évalué en monnaie nationale ou en monnaie étrangère). Ce volume n'est pas modifié si :

– si $\eta_m = 0$;
– si $\varepsilon_m = 0$.

Ainsi, la variation de la valeur des importations à la suite d'une dévaluation dépend à la fois de la variation des prix des importations et de la variation des quantités importées. Étant donné que les prix en monnaie nationale augmentent alors que les quantités importées diminuent, il est difficile de savoir si la dévaluation entraîne une diminution ou une augmentation de la valeur en monnaie nationale des importations. Toutefois, cette valeur des importations ne varie pas si $\varepsilon_m = 0$.

Par contre, une dévaluation de la monnaie nationale entraîne généralement pour le pays une diminution de la valeur des importations en monnaie étrangère, puisque les prix en monnaie étrangère et les quantités diminuent en même temps.

Cette valeur ne varie pas si les quantités importées et les prix ne varient pas, c'est-à-dire si $\eta_m = 0$.

En ce qui concerne la valeur des exportations, on note que :

1) le prix en monnaie nationale des exportations augmente, sauf dans deux cas :

– si $\eta_x = 0$;
– si $\varepsilon_x = \infty$

Par contre, le prix en monnaie étrangère des exportations diminue sous l'effet de la dévaluation, sauf dans deux cas :

– si $\eta_x = \infty$;
– si $\varepsilon_x = 0$;

2) le volume des exportations augmente généralement à la suite d'une dévaluation parce que le prix des exportations en monnaie étrangère diminuant, l'étranger achète davantage.

Ce volume ne varie pas dans deux cas :

– si $\varepsilon_x = 0$;
– si $\eta_x = 0$.

	Monnaie locale	**Monnaie étrangère**
Prix des exportations	↑ → si $\lvert\eta_x\rvert = 0$ → si $\lvert\varepsilon_x\rvert = \infty$	↓ → si $\lvert\eta_x\rvert = \infty$ → si $\lvert\varepsilon_x\rvert = 0$
Volume des exportations	↑ → si $\lvert\eta_x\rvert = 0$ → si $\lvert\varepsilon_x\rvert = 0$	↑ → si $\lvert\eta_x\rvert = 0$ → si $\lvert\varepsilon_x\rvert = 0$
Valeur des exportations	↑ → si $\lvert\eta_x\rvert = 0$	↑ si $\lvert\eta_x\rvert > 1$ ↓ si $\lvert\eta_x\rvert < 1$ → si $\lvert\eta_x\rvert = 1$ et si $\lvert\varepsilon_x\rvert = 0$
Prix des importations	↑ → si $\lvert\eta_m\rvert = \infty$ → si $\lvert\varepsilon_m\rvert = 0$	↓ → si $\lvert\eta_m\rvert = 0$ → si $\lvert\varepsilon_m\rvert = \infty$
Volume des importations	↓ → si $\lvert\eta_m\rvert = 0$ → si $\lvert\varepsilon_m\rvert = 0$	↓ → si $\lvert\eta_m\rvert = 0$ → si $\lvert\varepsilon_m\rvert = 0$
Valeur des importations	↓ si $\lvert\eta_m\rvert > 1$ ↑ si $\lvert\eta_m\rvert < 1$ → si $\lvert\eta_m\rvert = 1$ et si $\lvert\varepsilon_m\rvert = 0$	↓ → si $\lvert\eta_m\rvert = 0$

Ainsi, la valeur des exportations en monnaie nationale augmente à la suite d'une dévaluation car le prix et les quantités exportées augmentent. Elle ne varie pas si $\eta_x = 0$.

Il est difficile de savoir si la valeur des exportations en monnaie étrangère augmente ou diminue à la suite d'une dévaluation car les prix des exportations en monnaie étrangère baissent alors que le volume de ces exportations augmente.

Ce qui est sûr, c'est que cette valeur ne varie pas si $\varepsilon_x = 0$.

En regroupant tous ces résultats, nous obtenons le tableau précédent.

Il ressort de ce tableau de synthèse que la dévaluation entraîne le plus souvent un accroissement de la valeur des importations (en monnaie nationale). Son effet sur la balance des paiements dépend essentiellement de l'élasticité de la demande d'importations.

Ainsi :

1) si $|\eta_m| > 1$, la valeur des importations diminue du fait de la dévaluation, celle des exportations augmentant ou restant stable. La balance des paiements est améliorée par la dévaluation (effet normal) ;
2) si $|\eta m| = 1$ et $|\eta_x| > 0$, la valeur des importations ne varie pas et celle des exportations augmente, la balance des paiements est encore améliorée (effet normal) ;
3) si $|\eta_m| < 1$ et $|\eta_x| = 0$, la valeur des importations augmente et celle des exportations ne varie pas, la balance des paiements se détériore (effet pervers) ;
4) si $|\eta_m| < 1$ et $|\eta_x| > 0$, la balance des paiements sera améliorée si l'accroissement certain des exportations est supérieur à l'accroissement possible des importations. La balance se détériorera dans le cas contraire.

La dévaluation n'aura aucune influence sur la balance des paiements courants dans deux cas :

1) si $|\eta_m| = 1$ et $|\eta_x| = 0$;

2) si $|\varepsilon_m| = 0$ et $|\eta_x| = 0$.

Il s'agit de la situation où la valeur des exportations et celle des importations restent stables.

En fait, A. MARSHALL, A. P. LERNER et J. ROBINSON ont démontré qu'il suffisait que la somme des élasticités (η_m et η_x) soit inférieure à l'unité pour qu'il y ait effet pervers.

C'est le fameux théorème des élasticités critiques qui se formule de la manière qui suit :

« Si la balance des paiements courants d'un pays, calculée en monnaie nationale, est en équilibre et si les élasticités d'offre d'importations (ε_m) et d'exportations (ε_x) sont infinies, une très faible dépréciation du taux de change fait apparaître un excédent de la balance si la somme des élasticités de demandes d'importations et exportations est supérieure à 1, un déficit si cette somme est inférieure à 1 ».

Ainsi :

- si la somme des valeurs absolues des élasticités demande d'importations et d'exportations est supérieure à l'unité, il y a un effet normal ;
- si la somme des valeurs absolues des élasticités demande d'importations et d'exportations est inférieure à l'unité, on enregistre un effet pervers.

En cas d'effet normal, un pays qui veut réduire son déficit doit dévaluer sa monnaie et celui qui veut réduire un excédent doit réévaluer sa monnaie.

A – Le théorème général des élasticités critiques

Le théorème des élasticités critiques, perçu par Alfred MARSHALL en 1923, a été défini par J. ROBINSON en 1937, LERNER en 1944 et reformulé plus tard en termes plus généraux par HABERLER et HIRSCHMAN. Ce théorème précise dans quelles conditions, une balance commerciale sera redressée par une dépréciation de la monnaie nationale sur le marché de change.

Il est d'ailleurs présenté sous plusieurs formes :

1) on peut chercher les conditions applicables à l'ensemble de la balance des paiements et non à la seule balance commerciale ;
2) on peut présenter les valeurs importées ou exportées en monnaie nationale ou étrangère ;
3) on peut chercher à déterminer le taux de dépréciation qui rétablirait l'équilibre au lieu de rechercher simplement la définition des cas « d'effet normal » ou « d'effet pervers ».

Concernant ce dernier point, reprenons simplement l'expression de Mrs ROBINSON.

Soient :

- M et X, les quantités importées et exportées à l'origine ;
- η_m et η_x, les élasticités des demandes (nationales) d'importation et (étrangères) d'exportation ;
- ε_x et ε_m, les élasticités des offres (nationales) d'exportation et (étrangère) d'importation ;
- p_m et p_x, les prix en monnaie nationale des importations et des exportations ;
- k, une légère dépréciation du taux de change (exprimée en pourcentage de ce taux).

$$k\left[Xpx\,\frac{\eta_x(1+\varepsilon_x)}{\eta_x+\varepsilon_x} - Mpm\,\frac{\varepsilon_m(1-\eta_m)}{\varepsilon_m+\eta_m}\right]$$

Il est possible de passer à une formule plus simple avec des hypothèses simplificatrices.

Première hypothèse : l'équilibre extérieur se définit par le seul équilibre de la balance commerciale (au *lato sensu*) qui se confond avec l'équilibre de la balance des paiements.

Deuxième hypothèse : les élasticités des offres sont infinies :

Xpm = Mpm ;
ε_x et ε_m infinies,
donc $1 + \varepsilon_m = \eta_x + \varepsilon_x$

La formule devient alors :

$$\mathbf{k\ Xpx\ (\eta_x + \eta_m - 1)}$$

Étant donné que le succès ou l'échec d'une manipulation du taux de change peut tout autant provenir des mouvements de marchandises que des mouvements de capitaux susceptibles eux aussi de dynamiser ou de freiner les effets d'une variation du taux de change sur la balance, il est préférable de raisonner avec les demandes de marchandises. Et c'est là tout l'intérêt de la présentation qu'a proposée DAY (1950).

De plus, la formule de Mrs ROBINSON sert tout juste à découvrir les conséquences d'une baisse du taux de change (dévaluation). Mais elle ne dit pas de combien il faut dévaluer pour corriger un déficit de la balance. Ce que prévoit du reste la formule de DAY :

$$\mathbf{(1 + p) = (1 + n)^{(eh + ef - 1)}}$$

avec :

- eh, l'élasticité demande nationale de devises étrangères ;
- ef, l'élasticité de la demande étrangère de devises nationales ;
- p, le déficit initial de la balance exprimée en pourcentage des recettes en devises étrangères ;
- n, le pourcentage de dévaluation nécessaire pour réaliser l'équilibre.

Le principal avantage de la présentation de DAY est de permettre un résultat simple sans faire d'hypothèse restrictive sur l'offre de biens et services sur le marché international. L'hypothèse d'élasticité constante des fonctions de demande de devises simplifie quant à elle l'exposé moyennant seulement une perte de généralité peu significative.

a1 – La démonstration de DAY

En prenant deux pays : la France et l'Allemagne, on désigne :

D_f = la demande française de mark en fonction du taux de change ;

D_a = la demande allemande de franc en fonction du taux de change ;

r = le taux de change (c'est-à-dire le prix du mark en France).

Si on considère que les fonctions de demande de devises ont une élasticité constante et si :

e_f = valeur absolue de l'élasticité de demande française de mark ;

e_a = valeur absolue de l'élasticité de demande allemande de franc,

$$(1) \begin{cases} \text{Log Df (r)} = \text{bf} - \text{ef Log r} \\ \text{Log Da (r)} = \text{ba} - \text{ea Log } \frac{1}{r} \\ \qquad\qquad = \text{ba} + \text{ea Log r.} \end{cases}$$

on peut poser le système d'équations suivant :

Ainsi, la demande française de marks est une fonction décroissante du prix du mark et la demande allemande de francs, une fonction décroissante du prix du franc.

Supposons alors que $r = \bar{r}$ le taux de change d'équilibre, valeur pour laquelle on a par définition la relation d'équilibre :

$$Df(\bar{r}) = \frac{1}{\bar{r}} Da(\bar{r}).$$

Cette relation peut également s'écrire de la manière suivante :

(2) $\text{Log } Df(\bar{r}) = \text{Log } Da(\bar{r}) - \text{Log.}\bar{r}$

Par rapport aux valeurs d'équilibre, nous définissons des demandes excédentaires de devises.

$$(3) \begin{cases} \text{Log } Df(r) - \text{Log } Df(\bar{r}) = -ef(\text{Log } r - \text{Log } \bar{r}) = ef(\text{Log } \bar{r} - \text{Log } r) \\ \text{Log } Da(r) - \text{Log } Da(\bar{r}) = ea(\text{Log } r - \text{Log } \bar{r}) = -ea(\text{Log } \bar{r} - \text{Log } r). \end{cases}$$

Le résultat de (3) est obtenu en développant les deux relations de la manière suivante :

$$\begin{aligned} \text{Log } Df(r) - \text{Log } Df(\bar{r}) &= bf - ef \text{ Log } r - (bf - ef \text{ Log } \bar{r}) \\ &= -ef(\text{Log } r - \text{Log } \bar{r}) \\ &= ef(\text{Log } \bar{r} - \text{Log } r) \\ \text{Log } Da(r) - \text{Log } Da(\bar{r}) &= ba + ca \text{ Log } r - ba - ea \text{ Log } \bar{r} \\ &= ea(\text{Log } r - \text{Log } \bar{r}) \\ &= -ea(\text{Log } \bar{r} - \text{Log } r). \end{aligned}$$

En soustrayant ces deux relations l'une de l'autre, on obtient :

$\text{Log } Df(r) - \text{Log } Df(\bar{r}) - \text{Log } Da(r) + \text{Log } Da(\bar{r}) = ef(\text{Log } \bar{r} - \text{Log } r) + ea(\text{Log } \bar{r} - \text{Log } r)$

$\text{Log } Df(r) - \text{Log } Df(\bar{r}) - \text{Log } Da(r) + \text{Log } Da(\bar{r}) = (ef + ea)(\text{Log } \bar{r} - \text{Log } r)$

Or, dans (2), $\text{Log } Df(\bar{r}) = \text{Log } Da(\bar{r}) - \text{Log } \bar{r}$;

En remplaçant Log Df $(\overline{r})$ par sa valeur, on obtient :

Log Df (r) – Log Da$(\overline{r})$ + Log $\overline{r}$ – Log Da (r) + Log Da $(\overline{r})$
soit : Log Df (r) – Log Da(r) + Log $\overline{r}$ = (ef + ea)(Log $\overline{r}$ – Log r).

Si à présent on retranche de chaque côté de l'égalité, l'expression (Log $\overline{r}$ – Log r), on obtient :

Log Df (r) – Log Da (r) + Log r = (ef + ea) (Log $\overline{r}$ – Log r) – (Log $\overline{r}$ – Log r),

d'où le théorème de DAY :

Log Df (r) – Log Da (r) + Log r = (ef + ea – 1) (Log $\overline{r}$ – Log r) (4)

Si l'on traduit la demande allemande de francs en marks, on définit pour toute valeur donnée du taux de change une nouvelle variable :

$\Delta a\ (r) = \frac{1}{\overline{r}}\ Da\ (r)$

Ce qui permet d'écrire :

Log Δa (r) = Log ($\frac{1}{\overline{r}}$) Da (r)

c'est-à-dire : Log Δa (r) = Log Da (r) – Log (r) (5)

En remplaçant Da (r) par sa valeur en (1), c'est-à-dire : ba + ea Log r, on obtient :

Log Δa (r) = ba + ea Log r – Log r

Log Δa (r) = ba + (ea – 1) Log r

Ceci est une définition valable quel que soit le taux de change, contrairement à la relation (3) qui était une condition d'équilibre vérifiée seulement si r = $\overline{r}$.

Avec la nouvelle mesure adoptée Δa (r), cette condition s'écrit tout simplement :

Df $(\overline{r})$ = Δa $(\overline{r})$ (3)'

En donnant à Log Da (r) sa valeur en (5),

c'est-à-dire Log Δa (r) + Log r, l'expression (4) (théorème de DAY) devient :

Log Df (r) – [Log Δa (r) + Log r] + Log r = (ef + ea – 1) (Log $\overline{r}$ – Log r)

Log Df (r) – Log Δa (r) = (ef + ea – 1) (Log $\overline{r}$ – Log r).

$$\boxed{\textbf{Log Df (r) – Log Δa (r) = (ef + ea – 1) (Log } \overline{\textbf{r}} \textbf{ – Log r)}} \qquad (6)$$

a2 – L'analyse des résultats

Reprenons la relation (6) et notons :

A = Log Df (r) – Log Δa (r)

B = (ef + ea – 1)

C = (Log $\overline{r}$ – Log r)

Ainsi, l'élément de gauche A, est la différence entre la demande française de marks et la demande allemande de francs.

Si A > 0, il y a un déficit français ou un excédent allemand.

Si A < 0, il y a un excédent français et un déficit allemand.

Prenons tout d'abord le cas où A > 0, c'est-à-dire déficit français et excédent allemand, deux hypothèses sont possibles :

1) A > 0 et B > 0, nécessairement C > 0 ;

C > 0 ⇒ log $\overline{r}$ – log r > 0

⇒ log $\overline{r}$ > log r

⇒ $\overline{r}$ > r.

Pour réduire le déficit français, il faut nécessairement augmenter r, (le prix du mark en franc), donc dévaluer le franc (ou réévaluer le mark). C'est un effet normal.

2) $A > 0$ et $B < 0$, nécessairement $C < 0$;

$C < 0 \Rightarrow \log \bar{r} - \log r < 0$

$\Rightarrow \log \bar{r} < \log r$

$\Rightarrow \bar{r} < r$.

Pour réduire le déficit français, il faut nécessairement diminuer r, c'est-à-dire réévaluer le franc pour réduire le déficit français. C'est un effet pervers.

Prenons à présent le cas où $A < 0$, c'est-à-dire un excédent français et un déficit allemand. Deux hypothèses sont également possibles :

3) $A < 0$ et $B > 0$, nécessairement $C < 0$;

$C < 0 \Rightarrow \log \bar{r} - \log r < 0$

$\Rightarrow \log \bar{r} < \log r$

$\Rightarrow \bar{r} < r$.

Il faut réduire r, c'est-à-dire réévaluer le franc pour réduire l'excédent français (ou dévaluer le mark pour réduire le déficit allemand) : effet normal.

4) $A < 0$ et $B < 0$, nécessairement $C > 0$;

$C > 0 \Rightarrow \log \bar{r} - \log r > 0$

$\Rightarrow \log \bar{r} > \log r$

$\Rightarrow \bar{r} > r$.

Pour réduire l'excédent français, il faut augmenter r, donc dévaluer le franc français : effet pervers.

Dans les cas 1 et 3, l'effet est normal car $B > 0$, c'est-à-dire :

$ef + ea - 1 > 0 \Rightarrow ef + ea > 1$.

Dans les cas 2 et 4, l'effet est pervers car $B < 0$, c'est-à-dire :
$ef + ea - 1 < 0 \Rightarrow ef + ea < 1$.

On a des raisons de penser que Da est une fonction non décroissante du prix du franc en mark 1/r, donc que le paramètre ea n'est pas négatif.

Log Da n'a donc pas une pente négative mais cette pente peut varier jusqu'à 0.

La pente de la droite Log Da peut-elle être négative ? Elle est égale à ea – 1 et peut varier jusqu'à -1.

On a alors six cas effectivement possibles dans un modèle à élasticités constantes.

	ea – 1 > 0 > – ef ea + ef > 1	**0 > ea – 1 > –ef ea + ef > 1**	**0 > – ef > ea – 1 ea + ef < 1**
bf > ba	1	2	3
bf < ba	4	5	6

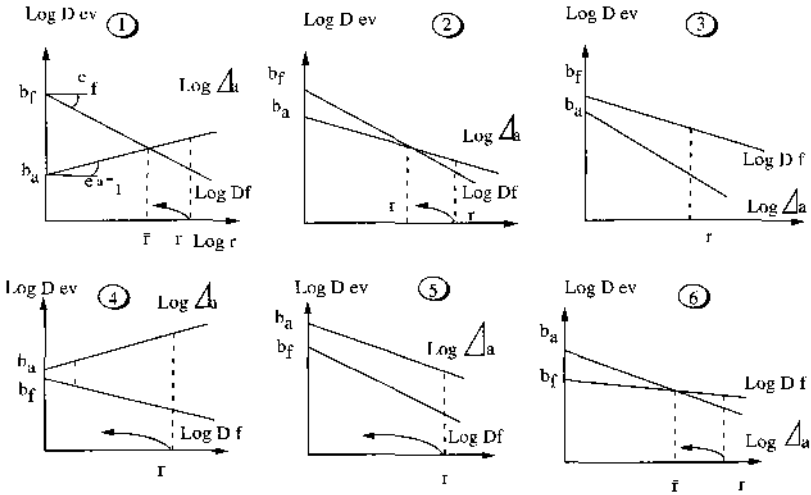
Cas 1 : Le graphique 1 illustre le cas où, pour un taux de change supérieur au taux de change d'équilibre, on a une demande allemande de francs (exprimée en marks) supérieure à la demande française en marks. Il faut donc réévaluer le franc pour réduire l'excédent français : effet normal.

Cas 2 : La pente de la droite Δa est négative, mais malgré cela, on se trouve dans la même situation que dans le cas 1. La même règle s'applique. Il s'agit d'un effet normal.

Cas 6 : Dans ce cas, la demande française de devises est supérieure à la demande allemande de devises, il y a un déficit français. Le taux de change

est supérieur au taux de change d'équilibre. Pour réduire le déficit français, il faut réévaluer le franc. C'est un effet pervers.

Dans les cas 3, 4 et 5, il n'y a pas de taux de change d'équilibre. La seule politique consiste alors, pour le pays qui agit, à déplacer sa fonction de demande de devises. Cependant, en cas de déficit initial, une dévaluation aura un effet partiel normal dans les cas 4 et 5.



B – Controverse sur les élasticités

L'analyse théorique qui s'est développée depuis l'essai de Mrs ROBINSON a conduit à s'intéresser à la valeur réelle des coefficients d'élasticités de la demande. C'est ainsi que, à la suite des études statistiques de TSE CHUNG

CHANG (1951), on a tôt fait de conclure à la possibilité d'effets pervers de la dévaluation dans de nombreux pays, car les calculs des élasticités ont donné des coefficients faibles. Les fluctuations du taux de change ne pouvaient donc pas donner lieu, au moins en courte période, à une amélioration de la balance des paiements.

Ainsi est né un courant de pensée que MACHLUP a appelé « le pessimisme des élasticités dans le commerce international », courant prédominant dans les années 40.

À la suite des travaux de HABERLER, MACHLUP et plus tard de HOUTHAKKER – MAGEE, de nombreuses critiques ont été faites au courant « pessimisme des élasticités ». Ces critiques ont porté tant sur le plan théorique que sur le plan statistique.

Sur le plan théorique, ces critiques estiment qu'on a surestimé le rôle des élasticités. En effet :

1) l'existence d'effets pervers suppose des élasticités d'offre infinies. Or, les élasticités d'offre des produits agricoles, des produits miniers et des matières premières sont faibles. Les élasticités d'offre des produits manufacturés, qui pourraient être fortes, sont réduites par des pratiques monopolistiques ;
2) la possibilité d'effets pervers suppose par ailleurs que la balance soit au départ équilibrée. Or, bien souvent, elle est déficitaire à l'origine.

Sur le plan statistique, les critiques estiment que la période d'entre-deux-guerres, pendant laquelle les élasticités ont été calculées, se prête mal à une étude économétrique des élasticités car elle est caractérisée par des dévaluations de représailles et par des restrictions quantitatives. C'est pourquoi la majorité des auteurs ont finalement souscrit à l'idée que les élasticités perverses sont rares.

En fait, on peut rarement raisonner sur des coefficients d'élasticité assez valables et la seule élasticité repérable est l'élasticité de la valeur importée et exportée. Les principaux facteurs qui commandent cette élasticité sont :

1) la position du pays à l'égard des produits qu'il importe ou exporte ; car si le pays est très concurrentiel, même une faible baisse de ses prix lui assurera un avantage très important sur les marchés extérieurs ;
2) la structure et le niveau de développement.

CHANG a réussi à classer, dans un tableau, les pays (à élasticités normales et perverses) selon leur niveau de développement. C'est ainsi que :

- un pays industriel diversifié et de grande dimension, qui peut substituer une production nationale à la plupart de ses importations, a une élasticité demande d'importation forte. Et même s'il produit certaines matières premières (ce qui donne une élasticité de la demande étrangère de ses exportations assez faible), la somme des élasticités de demande est largement supérieure à 1, d'où un effet normal ;
- les pays agricoles seraient presque tous des pays à élasticités normales, les petits pays agricoles étant en meilleure position ;
- un pays industriel peu diversifié qui importe des produits alimentaires et des matières premières dépourvues de substituts nationaux a non seulement une élasticité de demande d'importation faible mais également une élasticité de demande d'exportation faible. C'est une économie à effets pervers ;
- un pays moyennement industrialisé qui importe peu de produits alimentaires mais surtout des matières premières et des demi-produits se situe, selon le tableau de CHANG, au-dessus ou à la limite des élasticités perverses, car il a des élasticités-demande d'importation faibles et des élasticités d'exportation plus variées ;
- un pays minier se situe au bas des élasticités perverses.

b1 – La variation du change, quelle efficacité aujourd'hui ?

De nombreux travaux sur la dévaluation du franc en 1958 et 1969, de la livre sterling en 1967 et du dollar américain en 1971 ont permis de dégager les principaux effets d'une brusque baisse du taux de change en régime de changes fixes.

Ainsi, l'effet d'une dévaluation sur la balance commerciale est double :

– un effet de valorisation des produits importés : la dévaluation entraîne une augmentation immédiate du prix des importations (exprimé en monnaie nationale). D'où une brusque détérioration des termes de l'échange qui doit, dans un premier temps, accroître le déficit de la balance commerciale puisque les importations coûtent plus chères alors que les exportations conservent le même prix ;
– un effet de substitution des produits étrangers par des produits domestiques.

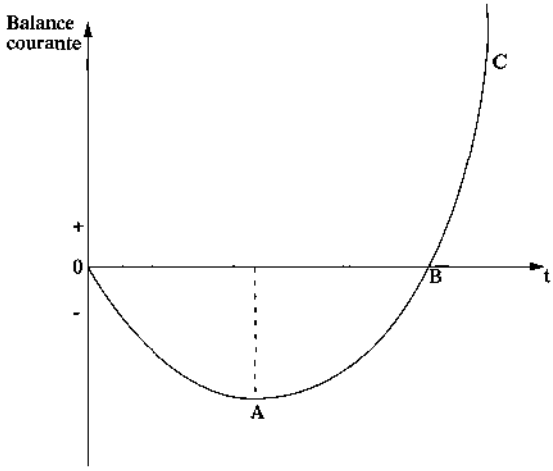
En effet, grâce à la baisse immédiate des changes qui lui est consécutive (la monnaie étrangère étant cotée à l'incertain), la dévaluation permet aux importateurs étrangers de payer moins chères les marchandises nationales tout autant qu'elle provoque une hausse des prix des produits importés. De ce fait, elle conduit à un accroissement des exportations et à une réduction des importations, car les résidents portent plutôt leurs demandes sur les produits domestiques peu chers (selon la sensibilité des prix relatifs).

Pour que la dévaluation réussisse, il faut que l'effet bénéfique de la substitution permette de surmonter le handicap créé par le renchérissement des importations (en supposant qu'avant la dévaluation, la balance des paiements était en équilibre). Autrement dit, il faut que la somme des élasticités-prix des exportations et des importations, qui mesure les effets de substitution, soit supérieure à l'unité (effet de valorisation). Ce qui correspond au résultat de MARSHALL – LERNER – ROBINSON.

La courbe ci-après donne une idée précise de la dynamique d'ajustement (courbe en J).

Ainsi, lorsque la dévaluation intervient, le solde de la balance commerciale se dégrade d'abord sous l'effet de la valorisation – il se produit immédiatement (branche OA) – avant même que les phénomènes de substitution (qui vont se développer petit à petit) ne compensent l'effet de valorisation.

Les délais de réaction de ces mécanismes dépendent des mesures qui accompagnent la dévaluation ainsi que de la structure des biens échangés, leur utilité et leur degré de substituabilité.



Il faut dire que cette analyse est partielle. Elle ne rend compte que des effets directs de la dévaluation (en négligeant les effets indirects), d'une part, des effets à court terme, d'autre part. La dévaluation, parce qu'elle modifie le solde commercial en volume, affecte le niveau de l'activité et par le fait même la capacité d'exportation du pays à court et à moyen terme.

Mais, en quoi la théorie de la dévaluation peut-elle permettre de comprendre les situations actuelles quand on sait que, en régime de changes flottants, la dévaluation au *stricto sensu* n'existe plus et que le taux de change se détermine librement au jour le jour au gré du marché.

Si l'efficacité d'une telle mesure, dont l'objectif est le rétablissement de la balance commerciale tout en évitant une compression excessive de la demande interne, a été controversée en changes fixes, elle est encore plus problématique en changes flottants à cause précisément des réactions psychologiques des agents.

En fait, le flottement, sans modifier les mécanismes décrits précédemment, leur superpose certains traits spécifiques susceptibles d'entraîner de nouveaux phénomènes pervers dont l'actualité a bien montré l'existence. À y regarder de très près, on incline fort à penser que les dépréciations du change ne contribuent plus guère au redressement des déséquilibres extérieurs car, depuis quelques années, la dévaluation n'est plus ce qu'elle était et son schéma semble bien avoir été modifié.

En changes flexibles, il y a toujours risque de voir le processus suivant se développer : une dépréciation du change entraîne, par le biais du renchérissement des importations, une dégradation du solde commercial à court terme. Les agents anticipant sur la base des données passées vont provoquer une nouvelle dépréciation qui va, à son tour, provoquer une nouvelle dégradation de la balance commerciale. On assiste alors à un effet pervers dynamique : dépréciation du change – dégradation de la balance commerciale – dépréciation du change. La courbe en J prend alors tout naturellement la forme d'une courbe en I. C'est le cercle vicieux.

Toutefois, l'ampleur du phénomène va dépendre de la structure du commerce extérieur du pays dont la monnaie se déprécie car les mécanismes usuels de la dévaluation n'ont quand même pas disparu avec le flottement. Seulement, deux faits ont contribué à affaiblir leurs effets :

- la période actuelle (période de transition vers un nouveau système de change) ;
- les anticipations des agents à la suite de la variabilité des taux de change qui ont donné des possibilités de cercle vicieux.

b2 – Variations de change et pays sous-développés

Il faut dire que la dévaluation a toujours été une procédure d'exception pour les pays en développement car ces pays appartiennent pour la plupart à une zone monétaire. Aussi la dévaluation ne peut-elle y être envisagée que dans des cas spécifiques :

1) la volonté ou la nécessité de faire disparaître des contraintes et des préférences de zone afin d'ouvrir les marchés internationaux aux exportations de produits primaires ;
2) la volonté de couvrir un supplément d'importations par un accroissement des exportations, parce que la dévaluation peut permettre de financer un volume plus important d'importations nécessaires au développement ;
3) l'obligation dans le cadre d'une zone d'éviter la réévaluation de fait pour les monnaies satellites à la suite d'une dévaluation de la monnaie-mère (cas des pays de la zone franc lors des dévaluations du franc français en 1981 et 1982).

Mais ce qu'il convient de rappeler en ce sens, c'est que la dévaluation n'est bénéfique qu'à un certain niveau de développement. Aussi la décision de dévaluer doit-elle tenir compte des structures spécifiques à chaque pays, autrement dit de la nature des produits exportés, de leur qualité et des zones d'exportation, ... À en croire M. RUDLOFF (1970), l'affinement de l'analyse doit se faire dans trois directions :

– celle des élasticités ;

– celle des processus multiplicateurs ;

– celle des glissements structurels induits.

En ce qui concerne les élasticités, il faut reconnaître qu'on ne peut pas, dans des pays primaires non industriels (pays du Tiers-Monde notamment), se contenter du concept d'élasticités globales, ni de la simple somme des élasticités-demandes nationale et étrangère, car ces pays exportent des produits primaires en nombre limité et orientent leurs exportations vers les zones géographiques préférentielles. Trois distinctions nouvelles dans la méthodologie des élasticités s'imposent :

– l'élasticité par produit spécifique exporté ;

– l'élasticité par zone géographique ;

– l'élasticité selon la qualité des produits.

Deux processus multiplicateurs retiennent généralement l'attention :

– le processus multiplicateur par accroissement induit d'exportation ;

– le processus multiplicateur par accroissement induit d'investissement.

En ce qui concerne le processus multiplicateur par accroissement induit des exportations, tout le problème en pays sous-développé réside dans l'emploi des recettes nouvelles. Car l'effet de développement sera d'autant plus important que le secteur d'exportation se trouve mieux intégré dans l'économie nationale et que le pays exporte des biens transformés par des industries locales.

S'agissant du processus multiplicateur par accroissement induit des investissements, il faut convenir qu'il n'y aura d'investissement que si les firmes bénéficiaires réinvestissent leurs profits.

L'analyse des glissements structurels (dans le cas d'une dévaluation réussie) entraîne sur une longue période des transferts intersectoriels de facteurs et de ressources. Les activités favorisées par le changement de parité attirent la main-d'œuvre et les capitaux, d'où une augmentation de la production.

Il existe généralement dans les pays sous-développés des obstacles extérieurs majeurs aux effets normaux de la dévaluation. Ce sont notamment :

– les tarifs et contingents imposés par les pays acheteurs. En effet, ces tarifs ou taxes, en s'ajoutant aux prix de vente des pays producteurs de biens primaires, réduisent le marché de ces biens ;

– l'existence d'oligopoles et de monopoles sur les marchés mondiaux. Ces monopoles étrangers sont à même de capter le bénéfice de la dévaluation en réduisant (ou en annulant) la baisse des prix à la production par une hausse des coûts intermédiaires de transport et de vente ;

– l'aide internationale.

SECTION 3 : PRIX INTERNATIONAUX ET TERMES DE L'ÉCHANGE

Lorsque deux produits s'échangent sur un marché avec ou sans intermédiaire monétaire, il s'établit toujours des rapports d'échange, l'un d'eux devant correspondre à l'équilibre de marché. En concurrence pure et parfaite, il ne peut y avoir qu'un rapport d'échange d'équilibre.

À l'ouverture, un rapport d'échange international se substitue aux rapports d'isolement. Et pour désigner ce rapport, MARSHALL a proposé l'expression « terms of trade ». L'expression française correspondante « termes de l'échange » a été suggérée par J. WEILLER qui l'a trouvée, semble-t-il, dans un texte de TURGOT. Il s'agit donc du rapport exprimant les termes, c'est-à-dire les conditions dans lesquelles les importations s'échangent contre les exportations.

L'expression statistique des termes de l'échange désigne aujourd'hui le rapport entre l'indice des prix à l'exportation et l'indice des prix d'importation.

Il convient de définir les divers concepts des termes de l'échange rencontrés dans la pensée économique, mais avant d'entrer dans ces définitions, il faut prendre garde de ne pas confondre les « termes de l'échange » avec les notions voisines telles que la couverture et la capacité d'importation.

On exprime par un pourcentage de couverture (taux de couverture) la mesure dans laquelle les importations sont couvertes par les exportations.

$$\frac{\text{Valeur des exportations FOB}}{\text{Valeur des importations FOB}} \times 100$$

On peut le calculer pour la totalité des échanges extérieurs.

Un rapport égal à 100 signifie que la balance commerciale du pays considéré est équilibrée. S'il est supérieur à 100, le pays dispose d'un excédent

commercial. Et s'il est inférieur à 100, le pays connaît une situation de déficit. Une telle évaluation permet de mesurer, de manière simpliste, l'effort d'exportation à accomplir.

On dit qu'un pays dispose d'une certaine capacité d'importation en considérant le volume d'importation qu'il peut acquérir grâce à ses exportations. Cette capacité peut être étudiée dans son évolution. Elle est dans ce cas exprimée en indice.

Si P_m est l'indice des prix des importations,

P_x, l'indice des prix des exportations,

Q_x, l'indice des quantités exportées,

l'indice de la capacité d'importation est :

$$-\left(\frac{P_x}{P_m}\right) Q_x$$

1. Les différents concepts des termes de l'échange

Trois distinctions fondamentales sont généralement établies :

– termes de l'échange des marchandises et termes de l'échange factoriels ;
– termes de l'échange bruts et termes de l'échange nets ;
– termes de l'échange de position et termes de l'échange d'évolution.

A –Termes de l'échange des marchandises et termes de l'échange factoriels

C'est chez les classiques que l'on retrouve cette distinction car le seul facteur envisagé est le travail.

Les termes de l'échange de marchandises indiquent les quantités physiques de biens étrangers reçues en échange d'une unité physique de biens exportés.

Les termes de l'échange factoriels simples indiquent les quantités physiques de biens étrangers obtenues par unité de coût exprimé en quantités de facteurs de production. On les obtient en multipliant les termes de l'échange des marchandises par un indice de la productivité des facteurs de production dans les industries d'exportation.

Les termes de l'échange factoriels doubles désignent quant à eux le rapport entre les quantités de facteurs productifs nécessaires dans deux pays pour produire des quantités de produit d'égale valeur dans l'échange international.

B – Termes de l'échange nets et termes de l'échange bruts

Les termes de l'échange bruts (expression due à TAUSSIG) sont donnés par la formule suivante :

$$\frac{\text{Indices de volumes d'exportations}}{\text{Indices de volume d'importations}} \times 100$$

Un taux supérieur à 100 indique une détérioration des termes de l'échange car l'on doit fournir à l'extérieur un volume d'exportations plus grand pour payer les importations.

Les termes de l'échange nets entre produits mettent en rapport l'indice des prix des produits exportés et l'indice des prix des produits importés. Un taux des termes de l'échange nets supérieur à 100 indique une amélioration des termes de l'échange car on vend à l'extérieur plus cher qu'on ne lui achète.

L'un ou l'autre de ces indices peut être mis au numérateur (sous réserve de le préciser) mais la coutume (française notamment) est de porter au numérateur l'indice des prix d'exportation.

Ces termes de l'échange sont dits nets parce qu'ils s'appliquent à deux volumes supposés de valeur équivalente.

Ainsi, si nous avons :

$q_m \cdot p_m = q_x \cdot p_x$

$$\frac{q_m}{q_x} = \frac{p_m}{p_x}$$

Lorsque ces indices sont appliqués à des exportations et à des importations qui ne sont pas homogènes, ils doivent être pondérés.

On sait d'ailleurs qu'il y a deux types de pondération :

– la formule de LASPEYRES qui applique la pondération correspondant à la période de base :

$$P\ (\text{Laspeyres}) = 100\ x\ \frac{\Sigma\ Q_0\ P_t}{\Sigma\ Q_0\ P_0}$$

– la formule de PAASCHE qui applique la pondération correspondant à la période courante :

$$P\ (\text{Paasche}) = 100\ x\ \frac{\Sigma\ Q_t\ P_t}{\Sigma\ Q_t\ P_0}$$

Cependant, la formule de LASPEYRES qui met en valeur l'effet-prix présente l'inconvénient d'un indice artificiel qui ne correspond pas exactement à la composition des échanges actuels. De même, la formule de PAASCHE met en valeur l'effet de la structure du commerce mais présente l'inconvénient de ne pas varier même dans le cas où les prix sont stables. Aussi Irving FISHER proposa-t-il une formule combinant les avantages des deux indices. Cette formule est constituée par la moyenne géométrique des indices de PAASCHE et de LASPEYRES :

$$I_F = \sqrt{I_P \times I_L}$$

Avec I_F = indice de FISHER

I_P = indice de PAASCHE

I_L = indice de LASPEYRES.

C –Termes de l'échange de position et termes de l'échange d'évolution

Alors que les termes de l'échange de position indiquent les conditions absolues de l'échange, c'est-à-dire ce qui est exporté en échange de ce qui est importé (ils analysent le gain d'un pays à un moment donné) les termes de l'échange d'évolution indiquent les conditions relatives de l'échange, c'est-à-dire si le pays exporte plus ou moins qu'auparavant pour obtenir ce qui est importé. Les termes de l'échange d'évolution représentent alors un rapport d'indices.

Il existe un autre concept des termes de l'échange : les termes de l'échange de revenu, exprimés par le rapport : indice de la valeur des exportations sur indice des prix à l'importation. Ils indiquent les changements dans le volume des importations qui peut être acheté par les exportations. Ce concept a été analysé par DORRANCE (1948-1949).

2. Les facteurs qui agissent sur les termes de l'échange

De nombreux facteurs agissent sur les termes de l'échange d'un pays mais nous en retiendrons principalement trois :

– l'intensité relative des demandes du pays et de l'étranger ;
– le niveau de développement du pays ;
– la politique de change du pays.

Pour ce qui est de l'intensité relative de la demande du pays et de l'étranger, il faut savoir que lorsqu'un pays accroît sa demande de produits de l'étranger ou lorsque l'étranger diminue sa demande de produits de ce pays, il s'ensuit une détérioration de ses termes de l'échange. L'ampleur de cette détérioration est fonction de l'élasticité de la demande de biens étrangers par le pays considéré, c'est-à-dire que la détérioration est d'autant plus grande que cette élasticité est faible.

En ce qui concerne le niveau de développement, il faut retenir que les coûts de production en longue période ont tendance à baisser au fur et à mesure qu'une économie se développe, d'où une baisse dans les prix d'exportation et

par là-même une détérioration des termes de l'échange. Cette influence peut toutefois être contrebalancée par l'innovation qu'introduit de nouveaux biens dans l'échange international, biens à l'égard desquels s'exercera une demande importante.

Quant à la politique de change, un pays peut tout à fait conserver un change surévalué qui maintient des prix d'exportation à un niveau élevé dans le but d'avoir des termes de l'échange favorables. De même, un pays peut bien accepter un taux de change sous-évalué, qui déprécie ses prix à l'importation et détériore ses termes de l'échange.

Chapitre 2
L'équlibre par les variations du revenu global

Les économistes du 19e siècle et début 20e siècle (classiques et néo-classiques) n'ont presque pas tenu compte des effets-revenu sur l'équilibre de la balance des paiements. Il faudra attendre la révolution keynésienne pour que ces effets soient étudiés au même titre que les effets-prix.

Ce sont les travaux des disciples de KEYNES qui ont fortement contribué à mettre en relief les adaptations de la balance liées à des variations de revenu et de l'emploi.

Mrs ROBINSON, HARROD, MACHLUP, NURKSE et METZLER vont donc compléter les enseignements de la théorie générale, qui ne concernait qu'une économie close. Leurs analyses ont permis de découvrir les raisons de l'ajustement rapide des balances, observées-naguère par TAUSSIG.

Nous allons dans ce chapitre tenter de redéfinir l'équilibre économique dans une économie ouverte, puis nous analyserons les principaux types d'ajustement qui peuvent intervenir en utilisant les concepts de multiplicateur du commerce extérieur et de multiplicateur d'investissement.

SECTION 1 : L'ÉQUILIBRE MACRO-ÉCONOMIQUE EN ÉCONOMIE OUVERTE

Les relations d'échange entre un pays et l'extérieur modifient nécessairement les conditions de l'équilibre global d'une économie nationale.

En se limitant aux seuls échanges commerciaux (portant sur les exportations et les importations de biens et services), il apparaît que toute variation de l'équilibre de ces échanges exerce une influence sur l'activité interne de chaque pays partenaire et que tout changement économique interne réagit sur la position extérieure d'une nation. Ce qui nous amène à un rappel des équations fondamentales d'une économie.

1. Rappel des équations fondamentales

En économie fermée, nous avons le revenu qui, à l'équilibre, est égal à la dépense :

Revenu = Produit ou Dépense $\quad Y = P$

Or, le revenu (Y) se décompose en consommation (C) et en épargne (S), soit :

Revenu (Y) = Consommation (C) + Epargne (S)
et la dépense, en dépense pour les biens de consommation et dépense pour les biens d'investissement, soit :

Dépense (P) = Consommation (C) + Investissement (I) d'où l'égalité :

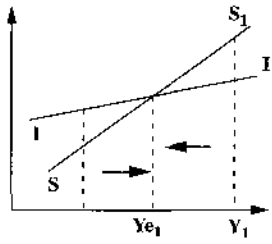
$C + S = C + I, \qquad$ soit $S = I$

L'équilibre du revenu global dépend donc de l'égalité entre l'épargne et l'investissement. Cette égalité est toujours réalisée *ex post*, grâce au mécanisme du multiplicateur par une hausse du revenu (qui dégage une épargne supplémentaire) ou par une réduction du revenu (qui réduit l'épargne).

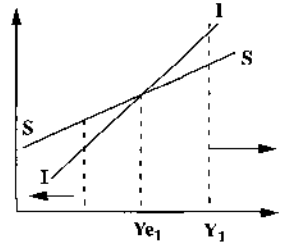
Deux hypothèses sont du reste envisagées par les post-keynésiens. Elles sont fonction des pentes respectives des droites (SS) et (II), représentant respectivement les fonctions d'épargne et d'investissement.

Les positions relatives des deux courbes, épargne (SS) et investissement (II), sont représentées dans les graphiques précédents :

Hypothèse 1 : équilibre stable



Hypothèse 2 : équilibre instable



1) Hypothèse 1 : pente SS > pente II, ce qui signifie :

* I > S à gauche du point d'équilibre Ye ;
* S > I à droite du point d'équilibre Ye.

L'équilibre est stable car tout déséquilibre tend à se résorber.

2) Hypothèse 2 : pente II > pente SS, tout écart du système autour de sa position d'équilibre tend à s'éloigner de cette position d'équilibre. L'équilibre est donc instable.

Les post-keynésiens raisonnent sur l'hypothèse 1 (équilibre stable), l'hypothèse 2 étant irréaliste.

Ainsi, si *ex ante*, I > S, il y aura accroissement du revenu global ; et comme l'épargne est fonction du revenu global, il se dégagera à la fin du processus de multiplication, une épargne égale à l'investissement initial.

Si maintenant I < S, il y aura à l'inverse une contraction du revenu global qui ramènera l'épargne au niveau de l'investissement initial, et ainsi l'égalité *ex post* entre l'investissement et l'épargne sera réalisée par une modification du revenu.

À l'ouverture, les exportations comme les investissements accroissent le revenu dans l'économie nationale. Par contre, les importations exercent le même effet que l'épargne sur la demande de biens et services, d'où la formule suivante :

Consommation + Epargne + Importations
= Consommation + Investissement + Exportations

C + S + M = C + I + X.

La condition d'équilibre à l'ouverture est donc :
S + M = I + X.

Cette condition fait apparaître que l'équilibre global en économie ouverte n'implique pas nécessairement la réalisation de l'équilibre externe (X = M)

ou de l'équilibre (S = I).

En fait, l'équilibre de courte période en économie ouverte est caractérisé par un autre phénomène. Au-delà des relations comptables que nous venons d'établir, il existe une liaison entre le montant des importations réalisées dans l'économie et le niveau du revenu national.

L'équilibre macro-économique en économie ouverte s'écrit :

$Y = C + I + X - M$,

avec Y, le revenu national ;
C, la consommation ;
I, l'investissement.

Les fonctions de consommation et d'investissement ayant déjà été spécifiées dans le cadre d'une économie fermée, il nous faut à présent parler des fonctions d'importation et d'exportation.

Les fonctions d'importation et d'exportation

2. Les différentes composantes de la demande globale (consommation, investissement) entretiennent généralement des relations plus ou moins étroites avec le niveau du revenu national (Y).

On sait que $C = c\ (Y)$,

avec c, la propension marginale à consommer.

La forme de la fonction d'investissement est plus discutée mais on considère généralement que l'investissement est une variable autonome ($I = I_0$).

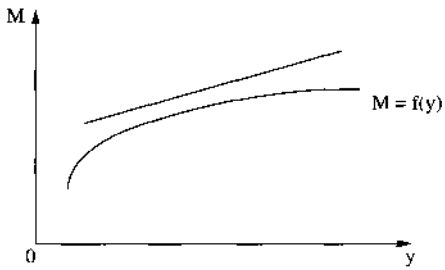
Qu'en est-il alors des importations et des exportations ?

Les importations représentent une manière d'utiliser le revenu national. Ce qui fait que le niveau des importations d'un pays dépend du niveau général de l'activité économique de ce pays. Les importations sont donc une fonction du revenu :

M = f (Y).

La fonction d'importation est du même type que la fonction de consommation et, selon les circonstances, elle sera linéaire ou concave, à l'instar de la fonction de consommation.

Si l'on retient, par commodité, la relation linéaire, on écrira :



M = mY + Z.

avec M, le volume des importations ;
Y, le revenu ;
m, la propension marginale à importer ;
Z, une constante.

Cette fonction est caractérisée par un certain nombre de paramètres. En fait, il existe trois relations possibles entre Y et M.

1) La propension moyenne à importer M/Y, qui est le rapport entre la valeur des importations et la valeur du revenu national.

On l'appelle également coefficient de dépense. Dans l'espace, le rapport M/Y peut être calculé chaque année pour chaque pays. Et on distingue trois catégories de pays :

– ceux où la propension moyenne à importer est élevée : 40 à 50 %

(Pays-Bas) ;
- ceux où la propension moyenne à importer est faible : < 10 % (USA, URSS) ;
- ceux où la propension moyenne à importer est moyenne : 10 à 25 % (France, Grande-Bretagne).

Le coefficient de dépense ne reflète pas le niveau de développement.

2) La propension marginale à importer m, qui mesure la variation des importations résultant de la variation du revenu qui lui a donné naissance :

$$m = \frac{\Delta M}{\Delta Y}, \quad \text{avec } 0 < m < 1.$$

La propension marginale à importer joue un rôle essentiel pour déterminer l'impact des modifications de l'activité économique d'un pays sur l'équilibre de ses échanges extérieurs. Elle varie beaucoup d'un pays à l'autre. Faible pour les grands pays (de l'ordre de 0,04 à 0,05 pour les USA), elle atteint des valeurs importantes (0,3 à 0,4) pour les pays européens (France, Grande-Bretagne, Pays-Bas) de plus en plus ouverts sur l'extérieur. Elle est plus élevée pour les pays en développement.

Il faut dire que la fonction d'importation n'est intéressante pour l'analyse économique que si elle présente une grande stabilité, autrement dit lorsque la valeur de ses paramètres change peu. Par nature, elle est d'une grande stabilité (cependant moins grande que celle des fonctions de consommation et d'épargne). En effet, les achats à l'extérieur sont fonction des considérations techniques (impossibilité de produire un bien donné sur le territoire) ainsi que des éléments de politique économique liés le plus souvent aux phénomènes de change. Ce qui fait que les variations brutales des importations sont rares.

3) La propension moyenne et la propension marginale à importer sont distinctes. Elles peuvent exceptionnellement être égales.

On considère généralement que :

- dans les pays industrialisés, la propension marginale est inférieure à la propension moyenne ;
- dans les pays en voie de développement, la propension marginale est supérieure à la propension moyenne.

La propension marginale à importer est le produit de la propension moyenne par l'élasticité-revenu d'importation.

$$\frac{\Delta M}{\Delta Y} = \frac{M}{Y} \cdot \frac{\Delta M/M}{\Delta Y/Y}$$

Contrairement aux importations, les exportations sont considérées en première approximation comme variable autonome (à l'instar des investissements). Ce qui naturellement consiste à admettre que l'effet externe de répercussion est négligeable.

En effet, elles dépendent non pas du niveau de l'activité économique interne, mais de l'activité des pays étrangers qui achètent les produits du pays considéré. Elles ne sont donc pas directement influencées par le revenu national du pays ($X = X_0$).

3. Réprésentation graphique de l'équilibre

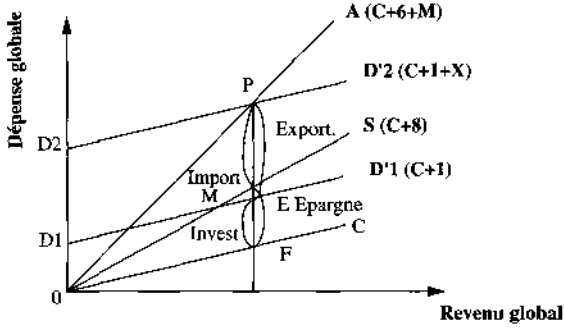
Nous pouvons à présent emprunter le schéma de détermination du revenu global à partir de l'équation fondamentale :

$C + S + M = C + I + X$.

Pour ce faire, nous posons :

1) que la fonction d'importation est linéaire et que les importations (autant que l'épargne) sont une fonction croissante du revenu global ;

2) que les exportations constituent une variable autonome.



OC = fonction de consommation ;
OS = consommation + épargne
OA = consommation + épargne + importations
$D_1 D_1'$ = consommation + investissement
$D_2 D_2'$ = consommation + investissement + exportations.

ON représente la position d'équilibre du revenu national pour laquelle la dépense globale (NP) est égale au revenu global (ON).

Dans ce cas, les exportations (PE) excèdent les importations (PM) et le surplus d'exportation est compensé par un excédent de l'épargne sur l'investissement car, en économie ouverte, l'investissement effectué sur le territoire national n'est plus nécessairement égal à l'épargne intérieure.

Ainsi, en cas de déficit extérieur (M > X), l'investissement est supérieur à l'épargne réalisée à l'intérieur des frontières et c'est l'épargne extérieure qui contribue au financement des investissements locaux.

En cas d'excédent de la balance (X > M), l'épargne nationale est supérieure à l'investissement domestique. Elle va donc contribuer au financement d'investissements réalisés sur d'autres territoires.

Les conditions nouvelles de l'équilibre macro-économique et l'existence d'une fonction d'importation vont permettre de présenter deux phénomènes importants. D'une part, une variation des ventes à l'étranger donne naissance à un effet de multiplication du côté du revenu national. D'autre part, la propagation des flux nés de la variation des investissements est affectée par l'existence des relations avec l'extérieur. Ce qui nous amène à parler du multiplicateur du commerce extérieur et du multiplicateur d'investissement.

SECTION 2 : LE MULTIPLICATEUR DU COMMERCE EXTÉRIEUR

L'approche par le revenu applique le multiplicateur keynésien à une économie ouverte. Son objectif est de mettre en évidence :

1) les relations entre les flux externes et l'activité économique interne ;
2) les mécanismes correcteurs des déséquilibres externes par une variation du revenu global et de l'emploi.

1. La formule générale du multiplicateur du commerce extérieur

Le jeu de l'investissement et de l'épargne en économie fermée va pouvoir être transposé dans le cadre d'une économie ouverte aux relations entre les exportations et les importations.

Pour décrire les mécanismes du multiplicateur du commerce extérieur (car il y en a plusieurs), on admet les hypothèses suivantes :

1) il y a sous-emploi, autrement dit possibilité d'un flux additionnel par la mise en route de facteurs, les rendements étant supposés constants ;
2) tous les prix (salaires et intérêts) sont constants ;
3) toute exportation est liée à une activité de production et entraîne par le fait même une distribution de revenu ;
4) les importations sont substituables aux produits et aux services domestiques ; ce qui signifie qu'on n'importe que des biens de consommation, l'investissement étant uniquement réalisé à partir des produits domestiques.

Comme toutes les importations sont consacrées à l'achat de biens de consommation (M = Mc) et qu'en conséquence, tous les investissements sont réalisés avec des produits domestiques (I = Id), Cd représente la consommation de biens domestiques.

Le produit national (Y) se composera alors de l'investissement domestique (Id), de la consommation domestique (Cd) et des biens destinés à l'exportation (X), soit :

Y = Cd + Id + X.

Le produit national alimente la formation des revenus dans l'économie. Ces revenus sont affectés, soit à la consommation de produits nationaux (Cd), soit à la consommation de produits importés (Mc), soit à l'épargne (S), d'où les relations suivantes :

(1) Y = Cd + Mc + S,
(2) Y = Cd + Id + X.

La relation (1) contient des variables induites et la relation (2) des variables autonomes.

Si on note :

m, la propension marginale à importer ;
s, la propension marginale à épargner ;
c_d, la propension marginale à consommer les produits domestiques,

l'équation (2) peut s'écrire sous forme de variation ainsi qu'il suit :

ΔY = ΔCd + ΔId + ΔX, ou encore :

$$\frac{\Delta Y}{\Delta Y} = \frac{\Delta Cd}{\Delta Y} + \frac{\Delta Id}{\Delta Y} + \frac{\Delta X}{\Delta Y}$$

Il vient :

$$1 = c_d + \frac{(\Delta Id + \Delta X)}{\Delta Y}$$

D'où :

$$1 - c_d = \frac{(\Delta Id + \Delta X)}{\Delta Y}$$

ou encore :

$\Delta Y\,(1 - c_d) = \Delta Id + \Delta X.$

On en tire la valeur de ΔY :

$$\boxed{\Delta Y = \frac{1}{(1 - c_d)} \times (\Delta Id + \Delta X)}$$

Parallèlement, l'équation (1) Y = Cd + M + S peut s'écrire sous forme de variation :

$\Delta Y = \Delta Cd + \Delta M + \Delta S$, ce qui donne :

$$\frac{\Delta Y}{\Delta Y} = \frac{\Delta Cd}{\Delta Y} + \frac{\Delta M}{\Delta Y} + \frac{\Delta S}{\Delta Y}, \text{ d'où :}$$

$1 = c_d + m + s$

et

$1 - c_d = s + m.$

On en déduit la valeur de ΔY :

$$\Delta Y = \frac{1}{s + m} \times (\Delta Id + \Delta X)$$

Le multiplicateur, qui peut s'écrire $1/(1-c_d)$, est l'inverse de la somme des propensions à épargner et à importer (s + m).

L'effet de multiplication s'arrête lorsque la somme des fuites (S + M) est égale à la somme des injections (I + X).

Cette analyse signifie que :

1) L'exportation agit comme l'investissement en tant que variable autonome ou multiplicande. Le multiplicateur s'applique aussi bien à l'accroissement de l'investissement domestique qu'à celui de l'exportation.

En effet, à partir d'une situation d'équilibre, une augmentation des exportations, c'est-à-dire une vente supplémentaire à l'étranger, va donner naissance à des revenus supplémentaires dans l'économie. Il y aura élévation du niveau de consommation et par le fait même augmentation des ventes des entreprises. De nouveaux revenus pourront être distribués aux facteurs de production et la consommation s'élèvera à nouveau.

La variation des exportations donne donc naissance à une propagation des flux de revenus dans l'économie.

2) Les importations agissent comme une fuite, de manière analogue à l'épargne.
3) Le multiplicateur est d'autant plus grand qu'il y a parallèlement peu d'épargne et peu d'importations.

2. La multiplicité des multiplicateurs

La propagation des flux à l'intérieur de l'économie correspond à la réalisation d'un effet de multiplication. Et selon le caractère épisodique ou définitif de la variation des ventes à l'étranger, on va distinguer le multiplicateur horizontal et le multiplicateur vertical.

A –Le multiplicateur horizontal

Le multiplicateur horizontal s'applique à une variation autonome intervenant une fois pour toutes et donne l'accroissement total du produit réalisé entre la période d'injection et la période de cessation de l'effet de multiplication.

Le début de la séquence correspondant à cette propagation se présente de la manière qui suit :
Entre la période d'injection et la période de cessation de l'effet de multiplication, les créations de revenu obéissent à une règle précise :

$\Delta Y_0 = \Delta X_0$

avec Y = Cd + Id + X et Y = Cd + Mc + S, on a :

$$\Delta X_0 = \Delta Y_0 \rightarrow \begin{array}{l} \Delta Cd_1 = \Delta Y_1 \\ \searrow \Delta Mc_1 \\ \searrow \Delta S_1 \end{array} \rightarrow \begin{array}{l} \Delta Cd_2 = \Delta Y_2 \\ \searrow \Delta Mc_2 \\ \searrow \Delta S_2 \end{array} \rightarrow \begin{array}{l} \Delta Cd_3 \\ \searrow \Delta Mc_3 \\ \searrow \Delta S_3 \end{array}$$

$\Delta Y_1 = \Delta Cd_1 = c_d \cdot \Delta Y_0 = c_d \cdot \Delta X_0$

$\Delta Y_2 = \Delta Cd_2 = c_d \cdot \Delta Y_1 = c_d^2 \cdot \Delta X_0$

$\Delta Y_3 = \Delta Cd_3 = c_d \cdot \Delta Y_2 = c_d^3 \cdot \Delta X_0$

$\Delta Y_4 = \Delta Cd_4 = c_d \cdot \Delta Y_3 = c_d^4 \cdot \Delta X_0$

$\vdots$

$\Delta Y_n = \Delta Cd_n = c_d \, \Delta Y_{n-1} = c_d \cdot \Delta X_0$

En faisant la somme des accroissements de revenu, on a :

$$\Sigma \Delta Y = \Delta X_0 (1 + c_d + c_d^2 + c_d^3 + c_d^4 + \ldots\ldots\ldots + c_d^n)$$

$$= \Delta X_0 \cdot \frac{1 - c_d^n}{1 - c_d}$$

$$= \Delta X_0 \cdot \frac{1}{1 - c_d}$$

ou encore :

$$\sum_{i=0}^{n} \Delta Yi = \frac{1}{s + mc} \Delta X$$

B – Le multiplicateur vertical

Le multiplicateur vertical (ou de série) s'applique à une série de variations autonomes de même nature et de même volume intervenant sur une série de périodes successives.

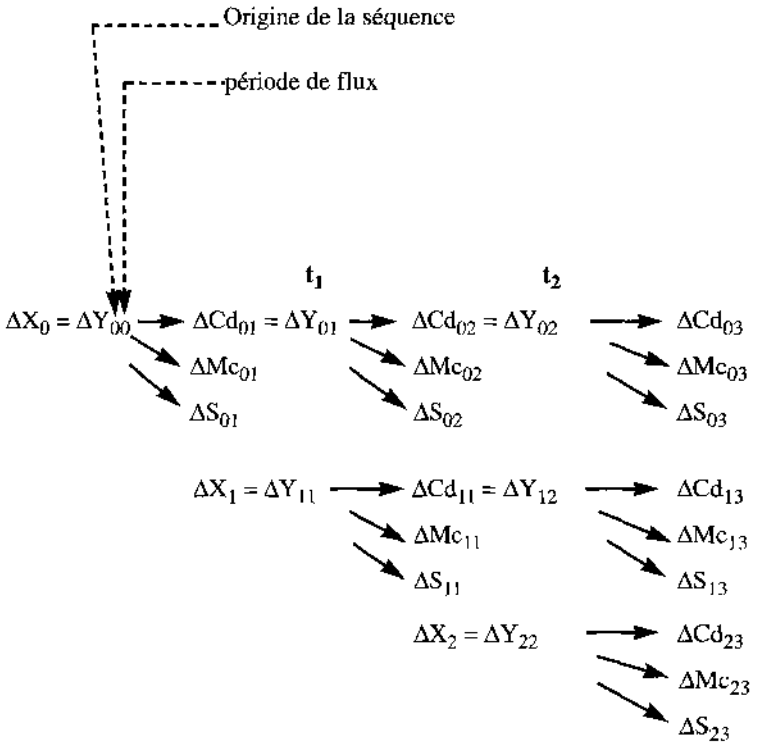
La variation définitive des exportations donne naissance à des revenus supplémentaires que l'on peut apprécier en comparant le revenu national de la nouvelle situation d'équilibre à celui de l'ancienne, d'où la séquence à la page 119

Les revenus créés à chaque étape de la propagation dépendent des variations d'exportations de la période et de celles survenues dans les périodes précédentes. Ainsi, en t_2, les revenus induits sont :

$\Delta Y_{02} + \Delta Y_{12} + \Delta Y_{22}$.

Le retour à un nouvel équilibre de courte période sera obtenu lorsque la somme des variations d'épargne et d'importations induites est égale au montant de la variation des exportations (il n'y a pas de variation des investissements domestiques).

$\Delta X = \Delta S + \Delta Mc$.



La différence entre le revenu national caractérisant le nouvel équilibre de courte période et le revenu initial correspond à la règle simple :

$$\Delta Y = \Delta X\ (1 + c_d + c_d^2 + c_d^3 + c_d^4 + \ldots\ldots\ldots + c_d^n)$$

$$\Delta Y = \frac{1}{1 - c_d}\ \Delta X$$

Ainsi, comme au bout d'un certain nombre de périodes, l'effet d'une injection propagée selon un certain multiplicateur tend vers 0, si t_n est cette période, les effets des injections effectuées entre t_0 et t_n se cumulent en t_n.

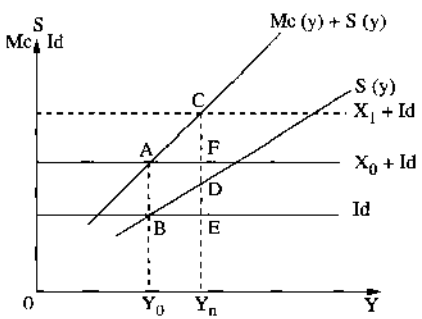
L'accroissement final lu dans la période à la suite d'une série d'injections successives est égal à l'accroissement total obtenu sur une seule injection par application du multiplicateur horizontal.

La formule du multiplicateur $1/(1-c_d)$ est extraite de la relation :

$Y = Cd + I + X$.

Elle illustre parfaitement l'effet de multiplication, c'est-à-dire qu'elle nous montre comment la propagation des flux est réduite par les fuites d'épargne et par les achats de biens de consommation à l'étranger.

La représentation graphique de la détermination de l'équilibre permet de retrouver ce résultat.



À l'équilibre, la courbe Mc (Y) + S (Y) intersecte la droite X_0 + Id. L'augmentation des exportations se traduit par un déplacement de cette dernière droite en X_1 + Id.

En Y_0, il y a un équilibre correspondant à la fois à l'égalité entre l'épargne (S) et l'investissement (I) et à l'équilibre extérieur où les importations sont égales aux exportations (Mc = X). Après la propagation des flux, l'équilibre se présente ainsi :

$X_1 + Id = Mc + S$

$CE + EY_n = CD + DY_n$

Il y a un excès de l'épargne nationale sur les investissements domestiques et un excédent de la balance extérieure (DE).

Le multiplicateur est égal au rapport entre $Y_n - Y_0$ et $X_1 - X_0$, soit AF/CF, l'inverse de la pente de la droite Mc (Y) + S (Y).

Il faut dire que la propagation des flux en économie ouverte a été analysée sans tenir compte de la possibilité de réaction de l'extérieur. Mais tout changement dans les exportations d'un pays signifie un changement équivalent des importations dans le reste du monde. Ce qui nous amène à voir l'incidence réelle du multiplicateur d'exportation.

3. Incidence réelle du multiplicateur d'exportation

C'est en parlant du multiplicateur horizontal et vertical que nous avons vu l'effet direct du multiplicateur d'exportation.

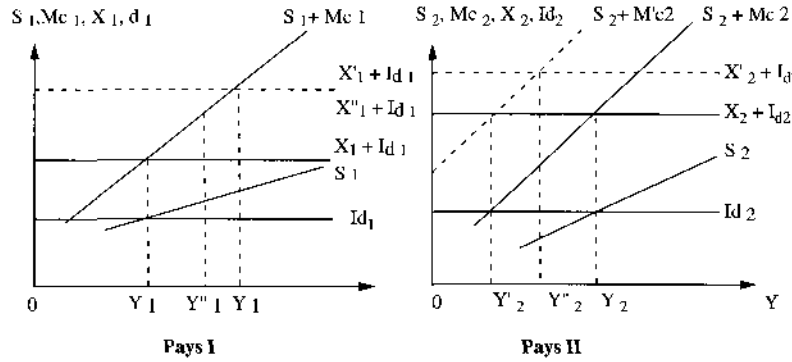
Analyser l'incidence réelle d'une variation des exportations d'un pays revient à prendre en compte les relations d'interdépendance qui unissent l'économie ouverte sur l'extérieur et le reste du monde. Dès lors, toute vente de cette économie est un achat pour le reste du monde et réciproquement.

Pour simplifier la présentation, nous considérons deux pays, le pays I et le pays II qui sont en relation commerciale exclusive (il n'y a d'échange

qu'entre ces deux pays). Nous pouvons, à travers une étude graphique, suivre les réactions suscitées dans les deux économies par un changement dans la valeur des exportations du pays I. Ce qui va nous permettre de présenter l'effet « boomerang » qui se produit dans cette économie, d'une part, de formaliser l'expression du multiplicateur qui intègre les réactions du reste du monde : le multiplicateur en partie double, d'autre part.

A – L'effet « boomerang »

Mettons au point deux graphiques représentant respectivement la situation des pays I et II au stade d'équilibre initial (intersection de X + Id et S + Mc).



Les revenus d'équilibre dans les pays I et II correspondent respectivement à Y_1 et Y_2. Les balances extérieures sont équilibrées.

À partir de cette situation, les vendeurs du pays I développent leurs activités et augmentent leurs exportations. La courbe $X_1 + Id_1$ se déplace en $X'_1 + Id_1$ et le nouvel équilibre correspond à Y'_1. Le revenu national du pays I a augmenté et la balance commerciale est excédentaire.

L'accroissement des exportations dans le pays I ($X'_1 - X_1$) correspond alors à une augmentation du même montant des importations dans le pays II. De ce

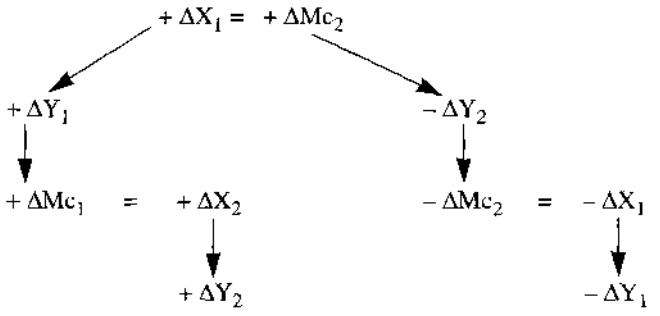
fait, la courbe $S_2 + Mc_2$ se déplace vers le haut en $S'_2 + Mc'_2$. Ce développement des importations réduit la demande des biens internes, d'où une contraction du revenu dans le pays II (Y_2 se déplace en Y'_2).

À ce stade de l'analyse, l'accroissement des exportations du pays I entraîne à la fois une expansion du revenu national dans ce pays et une contraction du revenu national dans le pays II. Et c'est dans cette deuxième étape que l'effet boomerang apparaît.

En effet, la baisse de Y_2 entraîne par l'intermédiaire de la propension marginale à importer la réduction des achats de II en I. Les exportations du pays I vont donc se trouver réduites, d'où un effet de multiplication à la baisse dans cette économie ($X'_1 + Id_1$ se déplace en $X''_1 + Id_1$) et Y'_1 baisse de niveau en Y''_1. C'est le mécanisme de contraction dans le pays I car le ralentissement des activités en II, induit par les exportations supplémentaires de I, a freiné l'expansion du revenu en I.

Il convient alors de préciser que l'accroissement du revenu qui intervient en I ($Y''_1 - Y_1$) implique un accroissement des importations de cette économie et donc une augmentation des exportations et du revenu dans le pays II.

L'ensemble de ces effets de propagation de flux peut être résumé par la séquence qui suit :



La prise en compte de l'effet boomerang va bien évidemment entraîner la modification de la formule du multiplicateur d'exportation car les effets directs doivent être atténués pour tenir compte des réactions du reste du monde. C'est ce qui permet de calculer le multiplicateur en partie double.

B – Le multiplicateur en partie double

Revenons à la condition d'équilibre macro-économique en économie ouverte :

$Id + X = Mc + S$.

Le niveau de l'investissement restant inchangé dans les deux pays, si le pays I connaît une augmentation de ses ventes en II, l'accroissement de revenu finalement enregistré en I sera composé :

– de l'accroissement induit de la consommation, ΔC_1 ;
– de l'accroissement autonome initial des exportations, ΔX_{a1} ;
– de la variation des exportations induites par les variations du revenu dans le pays II, ΔX_1 ;

d'où la formule :

$\Delta Y_1 = \Delta C_{d1} + \Delta X_{a1} + \Delta X_1$ induit ;

$= c_{d1}\, \Delta Y_1 + \Delta X_{a1} + \Delta X_1$ induit.

Or ΔX_1 induit $= \Delta Mc_2 = mc_2 \,.\, \Delta Y_2$,

$\Delta Y_1 = c_{d1}\, \Delta Y_1 + \Delta X_1 + mc_2\, \Delta Y_2$.

Ainsi, la détermination de l'amplitude du phénomène de multiplication nécessite la détermination du revenu du pays II en fonction des variables du pays I.

Dans chaque économie alors, le retour à l'équilibre de courte période va supposer que les variations d'épargne et d'importations (ensemble des fuites) égalisent les variations d'exportations (ensemble des injections).

Dans le pays I : $\Delta X_1 = \Delta S_1 + \Delta Mc_1$;

Dans le pays II : $\Delta X_2 = \Delta S_2 + \Delta Mc_2$.

Soit alors :

$\Delta S_1 = \Delta X_1 - \Delta Mc_1$;

$\Delta S_2 = \Delta X_2 - \Delta Mc_2$.

Du fait de la réduction du modèle à deux pays, il s'ensuit que :

$\Delta X_1 = \Delta Mc_2$;

$\Delta X_2 = \Delta Mc_1$,

alors :

$$\begin{aligned}\Delta S_1 + \Delta S_2 &= \Delta X_1 - \Delta Mc_1 + \Delta X_2 - \Delta Mc_2 \text{ ;}\\ &= \Delta X_1 - \Delta Mc_1 + \Delta Mc_1 - \Delta X_1,\end{aligned}$$

$\Delta S_1 + \Delta S_2 = 0$, ce qui donne :

$\Delta S_1 = - \Delta S_2$,

soit :

$s_1 \Delta Y_1 = - s_2 \Delta Y_2$.

On en tire la valeur de ΔY_2, soit :

$$\boxed{\Delta Y_2 = -\frac{s_1}{s_2} \Delta Y_1}$$

En reprenant la relation d'équilibre, nous avons :

$\Delta Y_1 = \Delta C_1 + \Delta X_1 + \Delta X_1$ induit ;

$= c_{d1} \Delta Y_1 + \Delta X_1 + mc_2 \Delta Y_2$

$$= c_{d1}\,\Delta Y_1 + \Delta X_1 + mc_2\left(-\frac{s_1}{s_2}\,\Delta Y_1\right)$$

$$\Delta Y_1\left(1 - c_{d1} + mc_2\frac{s_1}{s_2}\right) = \Delta X_1$$

Et comme $1 - c_{d1} = s_1 + mc_1$, on a :

$$\Delta Y_1\left(s_1 + mc_1 + mc_2\frac{s_1}{s_2}\right) = \Delta X_1$$

$$\boxed{\Delta Y_1 = \frac{1}{s_1 + mc_1 + mc_2\,\dfrac{s_1}{s_2}}\;\Delta X_1}$$

La nouvelle formule du multiplicateur qui vient d'être présentée permet de *tirer quelques conclusions et enseignements sur la portée de la propagation* des flux issus d'une variation des exportations :

1) ce multiplicateur est inférieur au multiplicateur établi sur système simple :

$$\frac{1}{s_1 + mc_1} > \frac{1}{s_1 + mc_1 + mc_2\,\dfrac{s_1}{s_2}}\;;$$

2) plus les fuites d'épargne et d'importations sont faibles, plus grand sera l'effet multiplicateur dans le pays.

De même, une faible propension à importer dans le pays II limite le déclin en retour des exportations et du revenu du pays I.

Par ailleurs, plus les fuites d'épargne dans le pays II seront importantes, plus la réduction du revenu sera faible (après augmentation des exportations en investissement) et plus faible sera la réduction en retour des exportations et du revenu dans le pays I.

Il existe donc ici, un enchevêtrement de toutes les fuites possibles dans le mécanisme de propagation des flux. Nous sommes alors bien loin de la relation présentée par KEYNES dans la théorie générale où seules les fuites d'épargne étaient prises en compte.

SECTION 3 : LE MULTIPLICATEUR D'INVESTISSEMENT

L'étude précédente a permis de mettre en évidence la complexité du mécanisme de propagation des flux. Aussi est-on nécessairement porté à réviser la présentation du multiplicateur d'investissement lorsque l'économie n'est plus en situation d'autarcie, car les fuites d'épargne présentées dans la formulation keynésienne ne sont plus qu'un aspect des détournements de flux qui interviennent effectivement.

1. La formulation du multiplicateur d'investissement

Une variation autonome des investissements dans le pays I par exemple, entraîne une variation du revenu national résultant de l'accroissement initial des investissements, augmenté des consommations induites et des variations induites des exportations.

$\Delta Y_1 = \Delta C_{d1} + \Delta I_1 + \Delta X_1$ induit

$\Delta Y_1 = c_{d1}\, \Delta Y_1 + \Delta I_1 + mc_2\, \Delta Y_2$

Les investissements du pays I entraînent un accroissement des importations de ce pays. Il y aura donc une augmentation du revenu national du pays II qui va se poursuivre jusqu'à ce que les variations d'épargne et d'importations égalisent la variation d'exportations induite.

$$\Delta S_2 + \Delta M_2 = \Delta X_2$$

$$s_2\,\Delta Y_2 + mc_2\,\Delta Y_2 = \Delta Mc_1$$

$$= mc_1\,\Delta Y_1$$

$$\Delta Y_2\,(s_2 + mc_2) = mc_1\,\Delta Y_1$$

$$\boxed{\Delta Y_2 = \frac{mc_1}{s_2 + mc_2}\,\Delta Y_2}$$

Par conséquent :

$$\Delta Y_1 = c_{d1}\,\Delta Y_1 + \Delta I_1 + mc_2\,\Delta Y_2$$

$$\Delta Y_1 = c_{d1}\,\Delta Y_1 + \Delta I_1 + mc_2\,\frac{mc_1}{s_2 + mc_2}\,\Delta Y_1$$

$$\Delta Y_1\,(1 - c_{d1} - \frac{mc_1\,mc_2}{s_2 + mc_2}) = \Delta I_1$$

$$\Delta Y_1\,(s_1 + mc_1 - \frac{mc_1\,mc_2}{s_2 + mc_2}) = \Delta I_1$$

$$\Delta Y_1 = \frac{1}{s_1 + mc_1 - \dfrac{mc_1\, mc_2}{s_2 + mc_2}} \Delta I_1.$$

En multipliant les deux termes (le numérateur et le dénominateur) par $s_2 + mc_2$, il vient :

$$\Delta Y_1 = \frac{s_2 + mc_2}{s_1 s_2 + s_1 mc_2 + s_2 mc_1 + mc_1 mc_2 - mc_1 mc_2} \Delta I_1$$

$$\Delta Y_1 = \frac{s_2 + mc_2}{s_1 s_2 + s_1 mc_2 + s_2 mc_1} \Delta I_1$$

En mettant s_2 en facteur au numérateur et au dénominateur, on a :

$$\Delta Y_1 = \frac{s_2 \left(1 + \dfrac{mc_2}{s_2}\right)}{s_2 \left(s_1 + mc_1 + \dfrac{s_1 mc_2}{s_2}\right)} \Delta I_1, \text{ d'où :}$$

$$\boxed{\Delta Y_1 = \frac{1 + \dfrac{mc_2}{s_2}}{s_1 + mc_1 + mc_2 \dfrac{s_1}{s_2}} \Delta I_1}$$

2. La portée du multiplicateur d'investissement

La nouvelle formule du multiplicateur d'investissement nous inspire deux observations principales :

1) le multiplicateur d'investissement en économie ouverte est plus élevé que le multiplicateur d'exportation,

$$\frac{1 + \dfrac{mc_2}{s_2}}{s_1 + mc_1 + mc_2 \dfrac{s_1}{s_2}} > \frac{1}{s_1 + mc_1 + mc_2 \dfrac{s_1}{s_2}};$$

2) les investissements nouveaux entraînent des importations qui vont exercer un effet expansionniste dans le reste du monde et, en retour, un développement des exportations et du revenu national dans le pays I :

$$\Delta Id_1 \rightarrow \Delta Y_1 \rightarrow \Delta Mc_1\ (= \Delta X_2) \rightarrow \Delta Y_2$$
$$\downarrow$$
$$\Delta Mc_2\ (= \Delta X_1) \rightarrow \Delta Y_1.$$

L'effet de multiplication est bien sûr inférieur à celui présenté dans la formule keynésienne. La nouvelle présentation semble alors plus conforme à la réalité. En effet, les dépenses d'investissement réalisées ne permettent pas de retrouver des créations de revenus aussi importantes que celles décrites dans la théorie générale parce que simplement la présentation keynésienne a négligé l'existence de certaines fuites.

Troisième partie
L'équilibre des opérations en capital et des mouvements financiers

Nous allons, dans cette partie, traiter respectivement :

- des mouvements internationaux de capitaux (chapitre 1) ;
- des régimes de change et de l'organisation financière internationale (chapitre 2).

Chapitre 1
Les mouvements internationaux de capitaux

Les mouvements de capitaux ont toujours joué un rôle important dans les relations économiques internationales. Du 19e siècle à 1914, les marchés monétaire et financier internationaux se sont organisés autour de la place financière de Londres. Et c'est ce qui a permis aux États-Unis de se développer, grâce au financement des opérations commerciales et aux investissements divers. Entre 1920 et 1930, se sont posés, d'une part, le problème des transferts unilatéraux dû au paiement des réparations de guerre par l'Allemagne, d'autre part, celui des mouvements de capitaux spéculatifs.

Depuis 1945, de nouvelles formes de mouvements internationaux de capitaux sont apparues (crédits gratuits, dons), à la suite du plan de restructuration de l'Europe et de la préoccupation expresse pour les pays en voie de développement. Ce qui a conduit à l'éclosion d'un marché monétaire et d'un marché financier international où le dollar joue un rôle important. Nous allons tour à tour parler de la morphologie et des déterminants des mouvements internationaux de capitaux avant de traiter de l'impact de ces mouvements sur la transmission internationale de la croissance.

SECTION 1 : LA MORPHOLOGIE DES MOUVEMENTS INTERNATIONAUX DE CAPITAUX

Nous distinguerons les mouvements de capitaux à court terme des mouvements de capitaux à long terme.

1. Les mouvements de capitaux à court terme

Les mouvements de capitaux à court terme comprennent l'ensemble des crédits et emprunts à court terme pouvant être négociés sur le marché monétaire international.

A – La nature des mouvements de capitaux à court terme

On fait la distinction entre les mouvements induits et les mouvements autonomes.

Les mouvements induits sont ceux qui sont liés à la situation de la balance des paiements courants. Ainsi, un pays qui enregistre un déficit des paiements courants le couvre soit par un paiement en or, soit en empruntant à court terme auprès des banques étrangères.

Les mouvements autonomes résultent des décisions des agents prêteurs et emprunteurs. En effet, en période d'incertitude, les capitaux à court terme peuvent se déplacer massivement et rapidement d'une place financière à une autre. Deux faits permettent d'expliquer ces mouvements :

1) les différences de taux d'intérêt sur les différentes places financières internationales, qui se traduisent par la recherche des placements plus rémunérateurs ;
2) les anticipations des agents sur les variations futures du taux de change. Il s'agit là des mouvements spéculatifs.

B – Les nouvelles formes des mouvements de capitaux à court terme : les euro-dollars

Les mouvements internationaux de capitaux découlent des différences entre les pays et des rendements espérés des investissements financiers. Les capitaux à court terme sont devenus bien plus mobiles au plan international que durant les trente dernières années. Et cette mobilité accrue a des conséquences sur la politique macro-économique et sur le bien-être. C'est alors qu'il apparaît intéressant d'analyser une institution associée à cette mobilité accrue, les euro-marchés, dont les uns vantent l'efficacité pendant que d'autres retiennent les dangers et les risques.

L'euro-monnaie est un dépôt libellé dans une devise qui n'est pas la monnaie des pays où a lieu ce dépôt. Par exemple, un dépôt en marks à Londres constitue des euro-marks tandis que des dollars déposés à Paris deviennent des euro-dollars. Un dépôt en euro-dollars est donc un dépôt constitué de dollars auprès d'une banque située hors du territoire des États-Unis d'Amérique.

b1 – Origine et nature du marché des euro-marchés

C'est depuis 1958 que sont apparus des marchés transnationaux, affranchis à l'égard des États. Ces marchés, qui mettaient en contact des prêteurs et des emprunteurs du monde entier, ont constitué le marché des euro-devises dont plusieurs facteurs vont contribuer à l'essor :

- la prohibition faite en 1957 aux banques anglaises de se servir de la livre comme devise de financement des échanges en dehors de la zone sterling ;
- la réglementation des conditions bancaires aux États-Unis d'Amérique (1963), qui limitait les taux d'intérêt payés aux déposants (régulation Q américaine). Elle a conduit les Américains à effectuer des dépôts dans des banques canadiennes et européennes dont les conditions étaient plus avantageuses ;
- le retour, à partir de 1959, à la convertibilité des monnaies avec la levée des limites à la libre circulation des capitaux à court terme. Ce qui a permis aux banques de procéder à des arbitrages en fonction des différences de taux d'intérêt ;
- le développement du rôle international du dollar, lié aux investissements américains en Europe et à l'extension du réseau bancaire européen dans le monde.

D'une manière générale, le développement fantastique des euro-monnaies tient à deux raisons principales.

1) Le marché des euro-monnaies correspond à un besoin financier moderne, du fait que les grandes entreprises exportant à travers le monde ont besoin de moyens de règlements commodes (le plus souvent le dollar) là où elles opèrent. Et les banques cherchant à satisfaire ce besoin ont pensé à la création d'un marché international de créances à court terme. Le marché de l'euro-dollar apparaît alors comme une alternative aux systèmes bancaires nationaux.
2) Ce marché est un moyen économique de se procurer des ressources financières, vu que le crédit à court terme est régulé, encadré, plafonné et surveillé, d'une part, que le coût de collecte des dépôts est souvent élevé, à cause du

fractionnement de ces dépôts par les coefficients de réserves des banques centrales, d'autre part. Les euro-marchés présentent ainsi l'avantage des frais généraux réduits, les banques ayant la possibilité de collecter d'énormes dépôts sans avoir à rendre compte de leur rémunération, de la tarification des prêts et du volume des encours.

Le marché des euro-monnaies a donc trois principales caractéristiques :

– c'est un marché de gros (il ne porte que sur des montants élevés) ;
– c'est un marché parallèle (il n'est pas soumis au strict contrôle des autorités monétaires) ;
– c'est un marché essentiellement interbancaire.

b2 – Les agents économiques concernés

Le marché des euro-devises est dominé par de grandes banques qui centralisent les opérations et traitent directement entre elles.

L'offre d'euro-devises est assurée notamment par :

– les banques commerciales, qui placent leurs fonds à des taux plus élevés que sur le marché national ;
– les entreprises américaines ou internationales, qui disposent de trésoreries en devises ;
– les banques centrales, qui confient une partie de leurs réserves aux banques commerciales afin d'agir sur le volume de la liquidité interne.

La demande d'euro-devises est quant à elle le fait :

– des importateurs, généralement des sociétés internationales qui veulent alimenter leurs trésoreries ;
– des résidents des États-Unis d'Amérique, essentiellement les banques américaines en quête de ressources ;
– des banques centrales qui concluent des emprunts en devises contre de la monnaie nationale avec le système bancaire.

Les taux d'intérêt appliqués sur ce marché dépendent non seulement de la liquidité dans le monde mais également des conditions de crédits aux États-Unis d'Amérique.

C – L'impact du marché des euro-monnaies

Les compartiments des euromarchés sont notamment :

– les euro-devises ;
– les euro-crédits ;
– les euro-obligations.

Les euro-devises naissent des opérations de dépôts ou d'emprunts faites (en monnaie étrangère) à partir des comptes ouverts dans un pays autre que celui de la monnaie dans laquelle ils sont libellés.

Les euro-crédits sont des crédits de un à huit ans d'échéance, libellés en une monnaie indépendante de la nationalité des prêteurs et des emprunteurs et généralement financés par des ressources à court terme renouvelables, mobilisés par des syndicats de banques. Ils sont convertis à taux fixes ou à taux variables.

Les euro-obligations sont des obligations émises par un syndicat de banques dans un pays différent de celui de la monnaie qui leur sert de support. Elles sont souscrites principalement dans des pays autres que celui de la monnaie dans laquelle elles sont libellées (obligations en dollar émises à Luxembourg et souscrites hors des États-Unis d'Amérique).

Les euro-obligations sont sensibles à deux éléments :

– l'absence de retenue à la source sur les coupons ;
– la monnaie d'émission et de paiement du coupon.

Le marché des euro-devises, qui est un marché monétaire international, présente en plus de certains avantages quelques inconvénients.

Comme avantages, nous relèverons :

1) la souplesse de fonctionnement et d'adaptation des mécanismes financiers à des conditions économiques nouvelles. Ainsi, le marché a contribué à une allocation internationale plus efficace de capitaux à court terme grâce à un réseau de communications internationales rapide, un accroissement de la sensibilité des capitaux aux différences des taux d'intérêt nationaux, l'augmentation des rendements et la réduction des coûts ;
2) l'élargissement de la gamme des instruments financiers : taux d'intérêt, dépôts négociés entre banques par téléphone ;
3) l'élargissement du marché de liquidités internationales avec l'interdépendance des divers marchés monétaires internationaux.

Le marché des euro-devises présente également des inconvénients :

1) l'aptitude à amplifier les mouvements spéculatifs pouvant s'exercer à l'encoutre ou en faveur d'une monnaie, en raison de la très grande mobilité des fonds ;
2) la transmission des conséquences de la politique monétaire adoptée aux États-Unis d'Amérique. À cet effet, ce marché se présente comme un élément permissif de l'emprise du dollar sur les relations monétaires internationales ;
3) ce marché a contribué à l'accélération de l'inflation mondiale.

Bien que le marché des euro-monnaies ne soit pas directement soumis au contrôle d'une institution déterminée, il est sous la surveillance de la Banque des Règlements Internationaux (créée en 1930 pour faciliter le paiement des réparations allemandes aux alliés) et des banques centrales qui centralisent les informations et interviennent en cas de nécessité pour le réguler.

La préoccupation actuelle est de savoir si les euro-marchés ne risquent pas d'être emportés par le mouvement de globalisation financière, à cause notamment :

– des facilités bancaires internationales (depuis les années 80) ;
– de la tendance générale à la déréglementation des marchés ;
– de l'harmonisation de la fiscalité.

Autant de raisons qui pourraient conduire à la banalisation des avantages des euro-marchés.

En fait, cela est difficile à admettre pour au moins deux raisons :
1) l'interprétation de la tendance amorcée depuis 1980 est difficile, car au lieu d'effacement, les pratiques des euro-marchés font école (avec moins de réserves obligatoires et une fiscalité discriminatoire) ;
2) l'existence des places moins taxées ou moins transparentes.

En fait, les euro-marchés ont encore leur chance pour l'avenir, ne serait-ce que par le fait que l'activité euro-bancaire et l'activité bancaire internationale se rejoignent au sein d'une sorte de continuum d'opérations qui constituent un marché financier de plus en plus global, autrement dit un marché appréhendé comme un tout, débarrassé des différentes réglementations tenant à l'existence des États.

2. Les mouvements de capitaux à long terme

Les mouvements de capitaux à long terme s'effectuent à l'aide d'instruments dont l'échéance est supérieure à un an. Ces mouvements se présentent sous la forme d'investissements de portefeuille et d'investissements directs.

A – Les investissements de portefeuille

Ce sont des titres d'emprunt figurant dans le portefeuille de la nation d'où proviennent les capitaux. Il s'agit de valeurs mobilières (actions et obligations) souscrites par des particuliers, des banques, des compagnies d'assurances ou des sociétés d'investissement. L'émission de ces titres peut se faire soit directement par les emprunteurs, soit par l'intermédiaire des banques.

Depuis quelques années, il s'est développé parallèlement au marché des euro-monnaies un marché des euro-émissions dont l'essor tient aux faits suivants :

- les avantages fiscaux obtenus sur ce marché ;
- les besoins accrus de financement dans les grands pays industrialisés pour les grandes sociétés internationales ;
- la liberté des opérations sur le marché international.

Les titres émis sur ce marché sont soit des obligations simples, soit des obligations convertibles en actions.

B – Les investissements directs

Il s'agit des investissements qui s'accompagnent d'un contrôle des sociétés prêteuses sur la gestion de l'emprunteur.

On retrouve dans cette catégorie :

- les investissements effectués dans des succursales et des filiales à l'étranger ;
- les investissements faits dans des sociétés constituées par les nationaux dans le but d'exercer leur activité à l'extérieur ;
- les participations prises par des groupes financiers dans des entreprises étrangères dont ils dominent la gestion.

Il existe trois types d'investissements étrangers :

- les investissements qui valorisent les exportations ;
- les investissements axés sur la promotion du marché local du pays d'accueil (dimension du marché et coûts de production, tarifs douaniers) ;
- les activités extérieures induites par les gouvernements des pays d'accueil.

La différence entre un investissement de portefeuille et un investissement direct n'est pas souvent facile à établir. Cependant, contrairement à l'investissement de portefeuille, l'investissement direct sous-entend le contrôle d'une affaire. Le F.M.I. en a défini plusieurs critères :

1) le fait que 50 %, ou plus, du capital soit propriété de l'étranger ;
2) le fait que 20 % ou plus de ce capital soit concentré entre les mains d'un seul porteur ou d'un groupe organisé de porteurs étrangers ;
3) le fait que les étrangers jouent un rôle prépondérant dans la politique de l'entreprise.

L'investissement direct procède avant tout de la recherche d'une meilleure rentabilité. Mais on peut, d'une manière générale, retenir les motivations suivantes :

– le besoin de se procurer des importations : c'est le cas des investissements directs dans les pays en voie de développement dont le but est d'exploiter les matières premières nécessaires à la croissance économique de l'Occident ;
– le besoin d'éviter les frais de transport sur les exportations et la recherche d'une main-d'œuvre bon marché, qui incite les industriels occidentaux à investir directement dans les pays en voie de développement ;
– la nécessité de contourner certaines réglementations (droits de douane).

Il faut dire que, depuis le 19e siècle, l'importance relative des deux grandes catégories d'investissements privés s'est considérablement modifiée. Ainsi, on a enregistré une tendance à l'accroissement des investissements privés directs et cette émergence a suscité réactions et controverses portant sur le fait de savoir si les investissements directs étaient ou non profitables aux pays receveurs.

Les auteurs tels que SINGER ont condamné ce genre d'investissement dans la mesure où ils considèrent que l'investissement direct crée, dans les pays en voie de développement, des économies d'enclave. Concentrées dans des activités d'exportation dont les effets multiplicatifs ne se font sentir qu'à l'extérieur, ces investissements apportent une faible contribution au développement des pays receveurs.

Il est possible à ce niveau de classer les pays en trois catégories :

– les pays disposant d'un important secteur industriel (nouveaux pays industrialisés) où les investissements directs sont plus importants que les placements de portefeuille ;
– les pays peu développés mais riches en matières premières où les investissements sont uniquement directs ;
– les pays peu développés, pauvres en ressources naturelles qui n'attirent pas de capitaux privés.

Il faut dire que les mouvements de capitaux privés vers les pays sous-développés ont explosé depuis le début des années 90. On observe en effet, depuis

1992, un accroissement marqué des mouvements de portefeuille et des investissements directs du secteur privé, même si ces investissements sont concentrés sur un petit nombre de pays.

Cette évolution tient à deux raisons :

– la réorientation des politiques : les expériences du protectionnisme et de la planification s'étant révélées décevantes, la réflexion sur les sources de la croissance et sur les moyens de la favoriser a changé depuis le début des années 80. Elle est désormais centrée sur le marché ;
– la globalisation des marchés avec la levée des contrôles de change et le développement des nouvelles technologies.

SECTION 2 : LES DÉTERMINANTS DES MOUVEMENTS INTERNATIONAUX DE CAPITAUX

Les mouvements de capitaux sont-ils sensibles aux différentiels de taux d'intérêt ou simplement à la variation de ces différentiels ?

C'est pour tenter de répondre à cette question que de nombreux auteurs ont analysé le comportement des agents économiques en prenant en compte, à côté des effets de flux, les effets de stocks, grâce à la théorie des portefeuilles.

Jusqu'au milieu des années 60, les mouvements de capitaux à court terme étaient traditionnellement expliqués par les différences de taux d'intérêt observés sur les marchés internationaux. Plus l'écart entre les taux d'intérêt était élevé, plus les mouvements de capitaux devaient être importants. Ces modèles de flux (faisant dépendre les mouvements de capitaux du seul écart existant entre les taux d'intérêt) supposaient qu'un pays pouvait accueillir des capitaux aussi longtemps que subsisterait en sa faveur le différentiel d'intérêt.

Devant les résultats plus ou moins contradictoires des tests économétriques et pour expliquer le paradoxe apparent de la fuite des capitaux des pays dont les taux d'intérêt sont particulièrement élevés, une explication alternative a été

proposée à partir de la distribution des avoirs en portefeuille formulée par MARKOWITZ (1959) et TOBIN (1958).

D'après cette théorie, la distribution des avoirs dépend des taux de rendement et des risques afférents à ces avoirs. Ainsi, si on admet que les résidents et les non-résidents détiennent à la fois des actifs nationaux et étrangers, une hausse des taux d'intérêt domestiques conduit, toutes choses égales par ailleurs, à des réajustements de portefeuille détenus aussi bien par les résidents que par les étrangers et donc à des mouvements de capitaux favorables aux avoirs nationaux.

Mais une fois la redistribution effectuée, les mouvements de capitaux cesseront, même si un différentiel de taux d'intérêt subsiste encore. Ce ne serait donc pas tant le différentiel des taux d'intérêt qui provoque les mouvements de capitaux que les variations de ce différentiel. Par ailleurs, si on suppose que l'importance de ces portefeuilles est fonction de la richesse du pays, toute variation de la richesse entraînera, à taux d'intérêt inchangé, des mouvements de capitaux.

À la suite des travaux de WILLET et de BRANSON (1968) et de la leçon des faits, il est admis que les mouvements de capitaux sont plutôt influencés par les changements des taux d'intérêt et de leur écart plutôt que par leur niveau. Le véritable modèle semble donc être celui d'un ajustement de stocks, qui cesse lorsque la structure désirée de portefeuille est atteinte.

L'affrontement entre l'approche par les flux et l'approche par les stocks a fait l'objet de nombreux développements économétriques et mathématiques. Mais l'enjeu théorique du choix des variables expliquant les mouvements de capitaux est plus significatif. D'où une explication plus large et de caractère endogène, qui établit la distinction entre l'approche par le marché de change et l'approche macro-économique.

Les flux de capitaux à court terme peuvent donc être expliqués de trois manières, à la fois concurrentes et complémentaires.

1) Dans une optique « étagée » de la balance, les mouvements de capitaux dépendent de variables spécifiques, telles que les différentiels d'intérêt ou les anticipations de change. Tout se passe comme si ces mécanismes étaient autonomes.
2) Les mouvements de capitaux à court terme peuvent aussi être le fait des autorités centrales en vue de régler le solde de la balance, financer le déficit ou employer l'excédent sans que varient les réserves officielles. Cette incitation peut être directe (swaps, actions sur les taux) ou indirecte (le cas où les flux de capitaux procèdent de mesures restrictives internes de politique monétaire).

Dans cette perspective, les mouvements de capitaux abandonnent leur statut de variables tantôt spéculatives et tantôt endogènes, d'où la proposition d'une explication plus large, de caractère endogène.

3) La dernière explication établit une distinction entre :

– l'approche par le marché de change ;
– l'approche macroéconomique.

1. L'approche par le marché de change

Selon cette approche, les flux internationaux de liquidités dépendent des perspectives de rémunération (par les taux d'intérêt) et des espoirs quant aux changements possibles de la valeur du capital (en cas de modification des parités).

Jusqu'à la première guerre mondiale (période caractérisée par la stabilité des taux de change), les mouvements de capitaux dépendaient uniquement des écarts entre les différents taux d'intérêt. Dès le début des années 20, dans un climat de profonde instabilité, KEYNES montra l'importance du marché à terme. Mais il a fallu attendre 1959 pour avoir une analyse complète et simultanée des deux marchés de change (à terme et au comptant). TSIANG distingua à cet effet trois motifs d'intervention sur le marché des changes :

– le hedging, qui consiste à se prémunir contre les risques de change qui peuvent naître d'une activité économique internationale (couverture à terme

pour se prémunir contre l'éventualité d'une dévaluation de la devise en laquelle est libellée sa créance) ;
- la spéculation, qui est une variable difficile à intégrer parce qu'elle repose sur une anticipation que l'analyse économique actuelle ne parvient pas à traiter de manière satisfaisante ;
- le principe de l'arbitrage, par lequel il existe entre deux pays un flux net de capitaux à court terme aussi longtemps que l'écart entre les taux d'intérêt ne sera pas compensé par un report (ou un déport) sur l'une des monnaies concernées.

En résumé, si on excepte certaines variables exprimant l'ampleur des relations commerciales, les seuls éléments retenus pour expliquer les mouvements internationaux de capitaux à court terme sont les taux d'intérêt et les taux de change au comptant ou à terme, réels ou anticipés.

Selon cette approche, les flux de capitaux suivent une logique particulière, totalement indépendante des mécanismes économiques réels.

2. L'approche macro-économique

« L'ouverture » de la création de monnaie aux influences extérieures correspond seulement à la prise en compte, *ex post*, de l'effet du solde de la balance des paiements sur les liquidités.

La liaison est toujours du sens suivant :

$M = M(B)$

avec **M**, la masse monétaire ;
B, le solde de la balance des paiements.

Dans cette perspective, la variation du solde de la balance des paiements, et notamment les entrées (ou les sorties) nettes de capitaux, dépendent de facteurs plus ou moins exogènes à l'économie nationale et non de besoins (ou de disponibilités) de signes monétaires véritablement exprimés par les agents résidents. Aussi doit-on compléter cette analyse, qui met l'accent sur la

passivité des comportements monétaires internationaux vis-à-vis de l'extérieur, en retournant le sens de la causalité. La balance des paiements, c'est-à-dire les flux de capitaux à court terme, dépend également d'un déséquilibre *ex ante* du marché monétaire interne.

$B = B\ (D_M - O_M)$.

Une entrée de capitaux procède donc d'un excès de demande de monnaie sur l'offre de monnaie, tandis qu'une situation monétaire interne opposée entraînera, au contraire, une sortie de liquidités.

L'évolution du solde de la balance des paiements, même pour ses éléments les plus volages, est reliée aux besoins de l'appareil productif national, à la progression du revenu...

On peut toujours envisager l'analyse des mouvements de capitaux à partir d'un modèle extrêmement simple qui prend en compte :

- l'offre de monnaie centrale, qui se compose des avoirs domestiques et étrangers recensés dans le bilan de la banque centrale ;
- la demande de monnaie centrale, qui est une fonction habituelle, dépendant du revenu (Y), d'une variable richesse (W), des taux d'intérêt internes (i) et externes (i*) et d'une variable exprimant les autres influences exogènes, notamment les facteurs de risque (Z) ;
- des fonctions décrivant successivement les demandes de titres domestiques et étrangers sont également définies par les mêmes variables explicatives (Y, i, i*, W, Z) ;
- enfin, une série d'identités complètent le modèle, notamment les définitions de la monnaie centrale domestique (MCD) et étrangère (égale au solde de la balance des opérations courantes (OC) auxquelles s'ajoutent les flux de capitaux (K)).

En résumé, les deux équations structurelles du modèle décrivent :

1) l'équilibre sur le marché de la monnaie centrale :

$L\ (Y, W, i, i^*, Z) = MCD + OC + K$;

2) les mouvements de capitaux qui sont définis comme la différence entre la demande étrangère de titres domestiques à court terme (DETD) et la demande domestique des titres étrangers (DDTE) :

$c = \Delta \text{ DETD} - \Delta \text{ DDTE}$

$= \Delta F (Y^*, W^*, i, i^*, Z) - \Delta J (Y, W, i, i^*, Z).$

Il est alors possible de résoudre le système pour les mouvements de capitaux (K) et le taux d'intérêt domestique (i). On aboutit à la forme réduite des flux de capitaux que les tests économétriques vont chercher à éprouver :

$K = a_0 + a_1 \Delta Y + a_2 OC + a_3 \Delta i^* + a_4 \Delta Y^* + a_5 \Delta MCD + u.$

Ce modèle a été testé dans quatre pays (Allemagne, Italie, Pays-Bas, Australie) sur des données trimestrielles (de juin 1963 à décembre 1970). Dans tous les cas, les variations du taux de l'euro-dollar (i*) et le solde des opérations courantes ont des coefficients significatifs.

En définitive, les résultats auxquels parvient ce modèle renforcent les conclusions de l'analyse conjointe de la balance des paiements, des mécanismes de création monétaire et du rôle international des banques commerciales.

Une augmentation du revenu entraîne un accroissement de la demande de monnaie qui se trouve en partie satisfaite par des entrées de capitaux, surtout si les autorités nationales conduisent une politique monétaire restrictive.

SECTION 3 : MOUVEMENTS INTERNATIONAUX DE CAPITAUX ET ENTRAÎNEMENT DE CROISSANCE

L'optimum dégagé par la théorie classique est établie en statique. Mais comme une nation vit dans le temps, on admet volontiers qu'un flux de facteurs de production peut provenir de l'extérieur.

L'histoire économique met en évidence l'avance que prend, à toute époque, une nation ou un petit nombre de nations dans le développement économique et son impact sur les autres nations au 18e et 19e siècle. C'est le cas du

Royaume-Uni et de la France, qui ont entraîné le développement du reste du monde.

Nous allons, dans les développements qui suivent, présenter le schéma néo-classique du développement entraîné par les mouvements de capitaux. À cet effet, nous verrons tout d'abord les phases de la croissance transmise par les mouvements de capitaux, ensuite nous parlerons des automatismes de passage d'une phase à une autre.

1. Les phases de la croissance transmise par les mouvements de capitaux

De nombreux auteurs néo-classiques (CAIRNES, CAIRNCROSS, BOGGS, RIST, ...) se sont attachés à décrire les phases d'une croissance transmise des nations avancées aux nations attardées.

On dénombre au total quatre phases, caractérisées par la position des balances de paiement.

1) Les pays nouvellement emprunteurs : ce sont des pays qui s'ouvrent à l'échange international et commencent à recevoir les capitaux en provenance des pays avancés. Ces pays doivent logiquement enregistrer :

- une balance commerciale (*lato sensu*) négative à cause de l'importation de l'outillage et du fait qu'ils disposent de peu de produits exportables ;
- une balance de rémunération de capitaux négative car ils empruntent et ne prêtent pas ;
- une balance des transferts de capitaux positive (entrée de capitaux) car ils recouvrent des capitaux du fait de la couverture du déficit provenant des deux balances précédentes ;
- une balance interne négative (épargne domestique inférieure à l'investissement domestique), une partie des investissements neufs est financée par l'épargne importée (épargne extérieure).

2) Les pays emprunteurs évolués : au fur et à mesure que le pays produit davantage, il peut exporter davantage. Il s'ensuit une baisse de la productivité

marginale après les premiers emplois très productifs, une baisse du taux d'accroissement de ses importations d'outillage et une baisse du taux d'accroissement des entrées des capitaux.

Comme la dette extérieure en intérêts et dividendes tend à augmenter plus que proportionnellement (jeu des intérêts composés), il arrive un moment où les entrées de capitaux ne peuvent plus compenser les sorties de rémunération. Pour que celles-ci soient compensées à l'intérieur de la balance des paiements, il faut une balance commerciale (*lato sensu*) positive.

On a donc ainsi :

– une balance commerciale positive ;
– une balance des rémunérations des capitaux négative ;
– une balance des transferts de capitaux positive ;
– une balance interne positive (l'épargne issue du produit intérieur est supérieure à l'investissement intérieur). Une partie de cette épargne est transférée à l'extérieur pour le paiement des intérêts.

3) Les pays nouvellement prêteurs : dans le cas où le progrès de l'épargne est rapide, l'épargne est capable d'assurer à la fois l'investissement intérieur nouveau et le paiement des intérêts et dividendes au dehors, le rachat des créances étrangères anciennes. L'incitation à placer au dehors s'accroît avec la réduction de la productivité marginale dans le pays et l'apparition de productivités marginales supérieures dans le reste du monde.

Le pays devient un prêteur net dès que la sortie de ses capitaux l'emporte sur l'entrée des capitaux étrangers.

On a alors :

– une balance commerciale positive ;
– une balance de rémunération des capitaux négative d'abord, positive ensuite, mais inférieure à la sortie nette des capitaux ;
– une balance des transferts de capitaux négative (sortie nette de capitaux) ;
– une balance interne positive (l'épargne domestique est supérieure à l'investissement). Le surplus d'épargne est alors placé au dehors.

4) Les pays prêteurs évolués : ici, les sommes dues au pays au titre de la rémunération de ses capitaux tendent à s'accroître (eu égard au jeu des intérêts composés) plus rapidement que ses placements nets nouveaux de l'extérieur.

Pour que l'équilibre des paiements soit respecté, il faut que les exportations s'accroissent moins vite que les importations, le pays vit en partie sur son revenu extérieur. Il est devenu rentier.

On a alors :

– une balance commerciale négative ;
– une balance de rémunération des capitaux positive ;
– une balance des transferts nets de capitaux négative (sortie nette de capitaux) ;
– une balance interne négative, c'est-à-dire que l'épargne domestique (formée sur le produit intérieur) est inférieure à l'investissement assuré en partie sur les rémunérations de capitaux transférés de l'extérieur.

2. Les automatismes de passage d'une phase à une autre

Pour expliquer le passage automatique d'une phase à l'autre, il faut mettre en évidence trois automatismes :

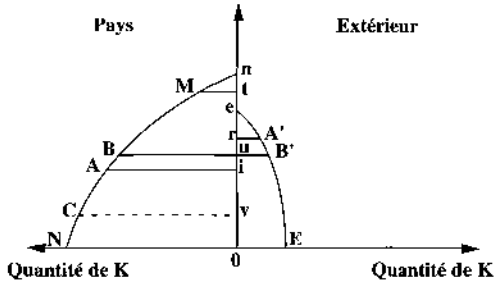
– l'automatisme de la répartition optimale des capitaux dans le monde ;
– l'automatisme de la croissance optimale du produit et de l'épargne ;
– l'automatisme des adaptations des balances commerciales.

A –L'automatisme de la répartition optimale des capitaux dans le monde

Si le marché est parfait, la demande de capitaux tend à être poussée à la position d'équilibre, c'est-à-dire au point d'égalisation de l'efficacité marginale attendue du capital et du taux d'intérêt (majoré d'une prime de risque éventuellement).

Soit le graphique ci-dessous où, en ordonnée, on porte le taux d'intérêt et le taux d'efficacité marginale du capital. En abscisse, on porte les quantités de capital (dans le pays à gauche et dans le reste du monde à droite).

Taux d'efficacité marginale du capital ou taux d'intérêt



Les courbes nN et eE représentent l'efficacité marginale du capital décroissante avec l'augmentation du capital.

L'économie avancée, qui a une efficacité marginale exceptionnelle à l'origine, retient d'abord ses capitaux au dedans. L'efficacité marginale et le taux d'intérêt étant 0t, l'emploi de la productivité de capitaux Mt est purement intérieur.

Lorsque le pays s'enrichit, l'épargne augmente et a tendance à s'employer au dedans et au dehors (BB'= Bu + uB'= Cv). Employée exclusivement au dedans, elle financerait la formation d'un capital d'efficacité marginale Ov.

Si le capitaliste national n'accepte d'investir au dehors que moyennant une prime de risque, l'épargne BB' se divise en investissement intérieur Ai et en investissement extérieur rA', moyennant une efficacité marginale du capital et un taux d'intérêt supérieurs au dehors soit Or.

Si une épargne se forme à l'étranger, l'écart entre les taux d'intérêt en vigueur au dedans et au dehors (ri) subsistera d'abord et se réduira ensuite. Le taux d'intérêt et l'efficacité marginale baisseront indéfiniment dans les deux pays si les nouveaux emplois n'apparaissent pas.

Ainsi, en économie de marché, l'épargne tend à féconder l'économie universelle par une sorte de phénomène automatique de déversoir. Il suffirait à cette fin que soient réalisées les conditions d'un marché financier international concurrentiel, c'est-à-dire :

1) l'existence d'un très grand nombre d'épargnants concurrentiels en relation avec un grand nombre d'investisseurs concurrentiels, distincts d'eux-mêmes ;
2) la recherche par chaque opérateur de la seule rentabilité maximum (compte tenu des primes de risque) ;
3) le jeu d'une liaison automatique entre mouvements de capitaux et mouvements de produits (mécanismes des transferts).

B – L'automatisme de la croissance optimale du produit et de l'épargne

Pour que le passage par les phases nécessaires de développement soit possible, il ne suffit pas que les capitaux étrangers arrivent. Encore faut-il que le pays puisse former une épargne susceptible de les racheter. Ainsi, pour que le développement optimum soit obtenu dans une économie de libre-échange, il ne suffit pas que les capitaux extérieurs y affluent. Il faut surtout que la croissance du produit soit maximum et que la croissance de l'épargne nationale puisse automatiquement assurer la relève des capitaux extérieurs.

On avance dans cette optique deux arguments essentiels.

1) En libre-échange, la croissance du produit du pays sous-développé est transmise au dehors de quatre façons :

– par l'afflux des capitaux extérieurs qui augmentent l'investissement ;
– par une demande maximum des exportations nationales ;
– par un prix des exportations très élevé en raison de l'importance de la demande ;
– par les termes de l'échange devenus favorables.

Ces résultats seraient atteints si les pays « neufs » respectent les règles de la spécialisation internationale.

2) Si la production croît au maximum, l'épargne croît au maximum.

La participation du capital étranger et les frais de commerce portent donc au maximum la productivité marginale, autrement dit la rémunération des facteurs nationaux (terre et salaires). Sur leurs revenus, les nationaux forment une épargne qui rachètera un jour les titres étrangers ou réduira les placements extérieurs.

C – L'automatisme de l'adaptation des balances commerciales

Si nous divisons le monde en deux régions (les nations vieilles et les nations jeunes), l'accession des vieilles nations à l'état de rentier entraînerait, selon les néo-classiques, de façon automatique le développement des nations jeunes. La nation nouvellement emprunteuse (déficit commercial) passerait à la phase ultérieure (excédent commercial).

En effet :

- les nations vieilles ont une efficacité marginale du capital qui ne cesse de baisser et est la plus basse. Elles ont nécessairement accumulé un volume croissant d'avoirs extérieurs, de droits à rémunération. De ce fait, les mécanismes de transfert tendent automatiquement à adapter les balances commerciales à ces rentrées ;
- cette adaptation est avantageuse pour la nation prêteuse qui tire un triple avantage de son placement extérieur :

1) le revenu financier autorisant des rentrées de biens correspondants (flux de biens réels additionnels) ;
2) la fourniture de produits « primaires » nécessaires à son industrie ;
3) une baisse de prix des importations obtenues plus abondamment dans le monde et à de meilleures conditions.

Chapitre 2
Régimes de change et organisation financière internationale

Les transactions internationales impliquent, ainsi que nous l'avons mentionné plus haut, la convertibilité internationale des monnaies. Cette convertibilité revêt plusieurs formes. Nous avons présenté dans l'introduction les degrés de convertibilité. Ce chapitre nous donnera l'occasion de parler des régimes de convertibilité avec étalon international (section 1), de l'évolution du système monétaire international (section 2), des enseignements de l'évolution récente du « système monétaire international » (section 3) et du rôle du F.M.I. dans l'organisation financière internationale (section 4).

SECTION 1 : LES RÉGIMES DE CHANGE

Le régime d'étalon international a pour caractères essentiels l'existence de changes fixes et la nécessité de réserves de change.

Trois systèmes sont alors envisageables :

– l'étalon-or ;
– l'étalon de change-or ;
– l'étalon devise.

1. Le système de l'étalon-or

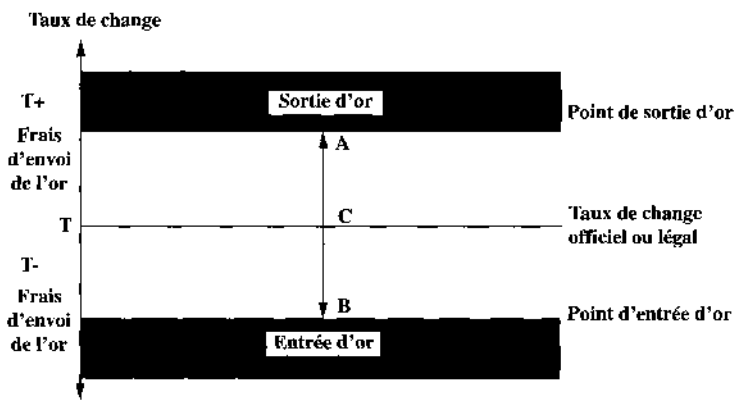
Le système de l'étalon-or, qui est mis en place dans la deuxième moitié du 19e siècle, est resté en vigueur jusqu'à la première guerre mondiale, période qu'on a appelé « période dorée de l'étalon-or » (1881 à 1913).

Ce système, à en croire ses défenseurs, visait avant tout le développement du commerce international qui apparaissait comme le moyen idéal pour un progrès économique et social pouvant égalitairement et harmonieusement profiter à tous, grâce à la division du travail. Et pour ce faire, il devait assurer à la fois la liberté des paiements, la stabilité et la permanence des paiements.

Le développement extérieur exige la liberté de tous les paiements, en fait la convertibilité. L'unité monétaire de chaque pays est définie par un certain poids d'or fin. L'État laisse la totale liberté pour la frappe de cette monnaie-or et les particuliers ont la possibilité, sans limitation aucune, d'obtenir de l'or en échange des billets de banque. L'or est également librement exporté.

Dans ce système, le taux de change est stable. Il est compris entre les limites étroites que sont les « points d'or » (gold points). Entre deux pays, le règlement sera opéré par transfert physique de l'or dès que le cours du change s'élève à un point tel qu'il est finalement moins onéreux de régler directement en or. On a ainsi un point de sortie d'or (gold export point) qui équivaut au pair de la monnaie nationale majoré des frais de transport et d'assurance occasionnés par le transfert physique de l'or.

À l'opposé, il y a le point d'entrée de l'or (gold import point), à partir duquel les détenteurs de devises cherchant à se procurer de la monnaie nationale préfèrent réaliser leurs devises à l'étranger, en opérer la conversion en or et se faire expédier cet or plutôt que de subir la perte due à une baisse excessive des cours du change dans leur propre pays.



Le régime de l'étalon-or assure enfin l'équilibre à long terme des comptes de la balance des paiements par le jeu des points d'or (mécanisme direct) et le jeu de l'escompte (mécanisme indirect).

Le mécanisme direct est représenté par les séquences suivantes :

– en cas d'excédent de la balance extérieure, il y a entrée d'or et augmentation de la quantité d'or,
⇒ effet inflationniste car prix ↑ ⇒ exportations ↓.

– en cas de déficit de la balance extérieure, il y a sortie d'or et diminution de la quantité d'or,
⇒ effet déflationniste car prix ↓ ⇒ exportations ↑.

Le mécanisme indirect suppose une décision consciente des autorités monétaires sur le taux d'escompte, d'où les séquences suivantes :

– en cas de déficit de la balance extérieure, il y a diminution de la quantité d'or,
⇒ élévation du taux d'escompte ;
⇒ diminution des importations ;
⇒ élévation du taux d'intérêt ⇒ entrée de l'or ;
⇒ investissement ↓ ⇒ baisse de l'activité ;
⇒ équilibre.

– en cas d'excédent de la balance extérieure, il y a augmentation de la quantité d'or,

⇒ abaissement du taux d'escompte ;
⇒ accroissement des importations ;
⇒ diminution du taux d'intérêt ⇒ sortie de l'or ;
⇒ investissement ↑ ⇒ relance de l'activité ;
⇒ équilibre.

Il faut dire que l'effondrement du système d'étalon-or n'est pas seulement dû à la crise de 1929 et à la dépression qui a suivi cette crise. On retiendra également le fait que :

1) l'étalon était avant tout un étalon sterling avec Londres comme centre financier. Or avec la guerre, il y a eu émergence de nouvelles puissances (États-Unis d'Amérique, Japon, Canada) ;
2) la stabilité économique interne est devenue le principal objectif des politiques économiques.

2. Le système de l'étalon de change-or

Le système de l'étalon de change-or est un système dans lequel un pays, pour effectuer ses règlements extérieurs, détient une masse de devises étrangères considérées comme équivalentes à l'or et convertibles à taux fixe contre sa propre monnaie. Ce système, dont la première application remonte à la seconde moitié du 17e siècle (à l'accord réglementant les relations de change entre Londres et Édimbourg), a régi le Système Monétaire International au lendemain de la première guerre mondiale, à la suite des recommandations de la conférence de Gênes en 1922.

Du fait que la production d'or s'était mise à fléchir sensiblement et que le métal jaune désertait l'Europe pour l'Amérique, les experts anglo-saxons préconisèrent l'adoption, après un « Gold Standard », d'un « Gold Exchange Standarg » (G.E.S.) qu'on finira par traduire en français par « étalon de change-or » ou « étalon devise-or » ou « étalon or-devise ».

La conférence de Gênes préconise donc ainsi un système qui se veut plus large, plus souple et plus compatible avec l'état nouveau du monde ; système où l'or est exclu de la circulation monétaire interne pour mieux être utilisable sur le plan externe, en liaison avec d'autres monnaies clés, elles-mêmes convertibles en or.

En somme, à l'entre-deux-guerres, on est en présence d'un polycentrisme monétaire, car plusieurs centres monétaires dominants et rivaux se disputent la primauté. Le monopole londonien d'avant 1914 est brisé. La concurrence s'accuse entre Londres et New-York dans cette ère de transition de l'étalon sterling à l'étalon dollar. La montée de la puissance des États-Unis d'Amérique modifie le rapport des forces dans le monde et on comprend alors

l'adoption, à la conférence de Bretton Woods en 1944, du plan WHITE qui avait essayé de ménager à la fois les principes de l'étalon-or et l'évolution déjà réalisée vers l'étalon de change-or.

Il existe trois conditions nécessaires au fonctionnement du système de l'étalon de change-or :

1) l'harmonisation des politiques suivies par les banques centrales des pays adhérents, car une conversion en or des réserves d'une banque peut compromettre la liquidité des autres ;
2) les pays qui émettent les monnaies-pivots doivent maintenir leur activité économique interne et une forte demande d'importation pour permettre aux pays membres de se procurer les réserves qu'ils désirent ;
3) les avoirs de réserves des pays membres ne doivent pas provenir d'avances à court terme car le retrait de ces réserves peut compromettre leur stabilité.

Le grand inconvénient du système de l'étalon de change-or, c'est qu'il incite les pays servant de centre à une création monétaire excessive, d'où un risque d'inflation interne.

3. Le système de l'étalon devise

Alors que le système de l'étalon de change-or maintient un lien direct avec l'or, par l'intermédiaire d'une devise convertible en or, le système de l'étalon-devise n'a plus aucun lien avec l'or. Et les pays qui adoptent cet étalon établissent une relation fixe entre leurs monnaies et une devise considérée comme moyen international de règlement. C'est ce qui donne naissance à une zone monétaire dont nous parlerons dans la quatrième partie de cet ouvrage.

Théoriquement, une zone monétaire se caractérise par :

1) la définition d'une relation fixe entre les monnaies des pays satellites et la monnaie du pays-centre (monnaie-mère) ;
2) la convertibilité et la transférabilité illimitée des monnaies des pays satellites entre elles ;

3) la mise en commun des réserves de change et leur gestion par le pays-centre ;
4) la réglementation des changes uniforme pour les relations financières avec les pays tiers.

SECTION 2 : L'ÉVOLUTION DU SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL

Le S.M.I. a fonctionné depuis la fin de la guerre jusqu'en 1971 selon les règles posées par les accords de Bretton Woods.

1. Les accords de Bretton Woods

C'est pour éviter les désordres monétaires qui avaient précédé la seconde guerre mondiale et favoriser le retour à une multilatéralité des paiements internationaux que deux plans furent élaborés par les alliés dès 1943 :

1) celui du Britannique KEYNES, qui préconise la création d'une banque internationale émettant une monnaie internationale, le Bancor, selon les besoins réels courants du commerce mondial. Cette banque pourra alors soumettre le volume monétaire à une expansion ou à un resserrement réalisé à dessein pour contrebalancer les tendances inflationnistes et déflationnistes de la demande mondiale. L'organisation et la direction de la banque auraient alors un caractère supranational ;
2) celui de l'Américain WHITE, qui préconise le retour à l'étalon-or moyennant certains aménagements : une banque internationale servant de chambre de compensation qui respecte l'autonomie de chaque politique monétaire nationale.

Il faut dire que si le plan KEYNES reflète la conviction de son auteur en l'efficacité d'une direction de l'économie par la monnaie, le plan WHITE reflète lui la situation d'un pays (les États-Unis d'Amérique) qui détient les deux tiers de l'or mondial et qui souhaite de ce fait voir l'or reprendre sa fonction traditionnelle.

Les accords signés le 22 juillet 1944 se caractérisent par des dispositions suivantes pour les pays qui y souscrivent :

1) permettre la liberté des paiements, c'est-à-dire la convertibilité de leur monnaie ;
2) assurer la stabilité des paiements, c'est-à-dire la stabilité de la parité de leur monnaie ;
3) maintenir la permanence des paiements, c'est-à-dire l'équilibre de la balance extérieure.

En ce qui concerne la liberté des paiements, les pays membres s'engagent à respecter les obligations de convertibilité de leurs monnaies. Ils ne doivent pas faire adopter de restrictions sur les paiements ni les transferts courants sans l'approbation préalable du Fonds Monétaire International.

S'agissant de la stabilité des paiements, le régime assure la stabilité des cours de change en imposant aux pays membres la règle de la fixité des monnaies. Les pays définissent donc leur parité monétaire par un certain poids d'or ou par référence au dollar américain. Et ils s'engagent à maintenir cette parité unique. Il y a donc ici acceptation d'un système de taux de changes fixes et corrélativement refus du système de parités flottantes.

Quant à la permanence des paiements, le système monétaire doit garantir la régularité des courants d'échange, d'où le maintien à long terme de l'équilibre de la balance des paiements de deux façons :
- par la mise en œuvre des politiques appropriées, c'est-à-dire des politiques internes suffisamment orthodoxes pour éviter une hausse susceptible de compromettre la parité choisie pour la monnaie ;
- par les aides garanties aux différents pays, en vue de faire face à un déséquilibre temporaire de leur balance extérieure. Ces aides sont des facilités de crédit mises par le F.M.I. à la disposition des pays déficitaires.

Le système monétaire international, mis en place à Bretton Woods, va connaître une importante crise qui va l'emporter. Cette crise comprend deux phases :

– la phase des difficultés du système (1960 – 1970) ;
– la phase de l'effondrement (1971 – 1973).

Les faits remontent au début de la décennie 60, car jusqu'en 1959, les États-Unis d'Amérique détiennent dans leurs réserves plus d'or qu'il ne circule de dollars à l'extérieur du pays. Chaque dollar est donc, jusqu'à cette date, garanti. Mais à partir de 1960 (et c'est le début de l'aggravation du déficit global de la balance des paiements américaine), le stock d'or officiel des États-Unis d'Amérique devient inférieur à l'ensemble des dollars détenus à l'extérieur. Ce qui amène les opérateurs à douter de la convertibilité à long terme du dollar. Et c'est alors que certaines banques centrales demandent la convertibilité de leur dollar en or.

Parallèlement, à partir de 1961-1962, la livre se trouve soumise à une intense spéculation. Pour faire face à ces difficultés, les États-Unis d'Amérique et leurs partenaires vont mettre au point un système de défense du dollar. Aussi prennent-ils notamment :

– des mesures pour soutenir les cours du dollar et de la livre avec la mise en œuvre de moyen d'intervention sur le marché de change (Swap) ;
– des mesures pour maintenir la parité du dollar en or, précisément la création du pool de l'or par les accords de Paris en 1961, groupant autour de la banque d'Angleterre six banques centrales (États-Unis d'Amérique, France, Allemagne, Belgique, Italie, Suisse). Le pool de l'or durera jusqu'en 1968, date de l'instauration du double marché de l'or.

Mais toutes ces mesures ne suffisent pas à décourager la spéculation. Et le 18 novembre 1967, intervient la dévaluation de la livre, à la suite de la guerre des six jours (guerre israëlo-arabe) et du retrait des capitaux arabes placés à Londres.

Avec l'instauration du double marché de l'or en 1968, la voie est désormais ouverte pour l'effondrement du système de Bretton Woods. Et c'est en 1971 qu'il y a rupture fondamentale avec les principes édictés à Bretton Woods. Le 15 août 1971, NIXON décrète la non convertibilité du dollar en or et l'accord de Washington intervient le 18 décembre 1971.

2. Les accords de Washington : la création du tunnel

L'accord du SMITHSONIAN INSTITUTE est un accord commercial et monétaire. Il comporte la condamnation du principe des changes flottants et manifeste la préoccupation d'instaurer un nouveau système dit de « parités ajustables ».

On a ainsi :

1) la définition de nouvelles parités avec :

- la dévaluation de 7,89 % du dollar par rapport à l'or (l'once d'or fin passe de 35 dollars à 38 dollars), mais la convertibilité n'est pas rétablie ;
- la réévaluation des autres grandes monnaies par rapport au dollar : livre (+ 7,48 %), franc français (+ 8,57 %), florin (+ 11,56 %), deutsche mark et franc suisse (+ 13,57 %), yen (+ 16,88 %) ;

2) le rétablissement du système des parités fixes mais avec un élargissement des marges de fluctuation des devises : + ou – 2,25 % au lieu de + ou – 1 % admis à Bretton Woods. Ce qui correspond à une nouvelle marge de fluctuation de 4,50 % (le tunnel) ;
3) la poursuite des discussions dans le cadre du F.M.I. pour concevoir et mettre en œuvre une réforme du système monétaire international (S.M.I.).

Au total, les États-Unis d'Amérique font certaines concessions (dévaluation du dollar par rapport à l'or et retour à un système de parités fixes). Ils obtiennent en échange de nombreuses satisfactions :

- les parités retenues à Washington correspondent aux besoins de leur commerce extérieur ;
- les nouvelles marges de fluctuation constituent, par leur ampleur, un pas décisif en direction des changes flottants qu'ils souhaitent désormais.

En fait, il apparaît très vite que les décisions prises à Washington ne peuvent stabiliser la situation internationale. On prend conscience du fait que l'instabilité est désormais au cœur du système. Le 13 février 1973, le dollar est

brusquement dévalué de 10 % et le Japon se résigne à laisser flotter le yen. Cette décision est approuvée par tous ceux qui appréhendent la généralisation des changes flottants.

Entre temps, la discussion sur la réforme du Système Monétaire International (S.M.I.) se poursuit, conformément au vœu de la conférence de Washington, dans le cadre du Comité des Vingt. Les résultats sont restés longtemps ambigus sur les deux questions préalables du rôle de l'or et de la stabilisation des taux de change.

En 1974-1975, des accords successifs vont marquer les étapes d'une réforme imprécise (accord de la Martinique, Sommet de Rambouillet, réunion du Comité des Vingt) et au début 1976 on parvient à un accord sur l'or dans le cadre du « Comité des Vingt » (l'accord de Kingston).

3. Les accords de la Jamaïque : un non-système monétaire

Les accords de Kingston (8 janvier 1976) portent sur trois points :

1) la modification officielle du statut de l'or ;
2) la légalisation du principe des changes flottants ;
3) la transformation partielle du F.M.I. en organisme d'assistance.

En ce qui concerne le statut de l'or, il y a abolition de tout prix fixe de l'or. Ce prix est désormais déterminé par le marché. Les gouvernements peuvent d'ailleurs eux-mêmes acheter ou vendre de l'or librement. Ainsi s'achève le processus de démonétisation officielle de l'or.

S'agissant du nouveau régime de changes, l'accord de Kingston entérine la situation de fait en définissant un système souple qui permet le flottement des monnaies. Ainsi :

1) obligation est faite aux membres du F.M.I. d'adopter des politiques économiques et financières visant à promouvoir une croissance économique ordonnée, une stabilité raisonnable des prix et à éviter les manipulations de change à caractère concurrentiel ;

2) des arrangements généraux peuvent intervenir quant au maintien de la parité d'une monnaie exprimée en D.T.S. ou par rapport à une autre monnaie, mais toute référence à l'or est exclue. Les membres devront informer le F.M.I de la formule retenue ;
3) le F.M.I. est chargé de surveiller les politiques de change des pays membres ;
4) il y a instauration d'un système étendu d'arrangements de changes stables mais ajustables, qui devra être déterminé à une majorité de 85 % ;
5) les marges de fluctuation déclarées seront de + ou – 4,5 %. Cette marge pourra être modifiée par le F.M.I. à une majorité de 85 %. Les changements de parité ne devront alors intervenir que pour corriger des déséquilibres fondamentaux des paiements (l'abandon de parité malgré les objectifs du F.M.I devant faire l'objet de sanctions).

Quant au F.M.I., il voit son rôle dynamisé. Cet organisme devient une sorte de banque qui fait des prêts pour des motifs autres que la sauvegarde des taux de change. Ainsi, il y a activation du F.M.I. notamment dans sa fonction de redistribution de ressources et en tant qu'émetteur d'une monnaie internationale : le D.T.S.

SECTION 3 : LE FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL ET L'ORGANISATION FINANCIÈRE INTERNATIONALE

Le Fonds Monétaire International (F.M.I.) voit le jour le 29 décembre 1945 lorsque vingt-neuf (29) pays ont signé ses statuts. La première réunion des gouverneurs a eu lieu en mars 1946 et le Fonds ne commence à fonctionner réellement que le 1er mars 1947.

Le rôle de plus en plus important du F.M.I. dans l'organisation financière internationale nous amène à parler tour à tour de l'organisation du F.M.I. et du Droit de Tirage Spécial (D.T.S.) comme embryon d'une monnaie internationale.

1. L'organisation du F.M.I.

Il s'agit de présenter les objectifs du F.M.I., d'une part, les opérations du F.M.I., d'autre part.

A –Les objectifs du F.M.I.

À l'origine, cet organisme visait trois objectifs principaux :

1) établir un système d'échanges internationaux, grâce à un système de taux de change stables ;
2) restaurer un libre et large commerce international ;
3) défendre et promouvoir l'expansion équilibrée du commerce et de la production, ainsi qu'un niveau élevé d'emploi.

Tout système stable suppose une correction automatique des déséquilibres éventuels. Les statuts du Fonds excluaient deux types de corrections :

– la flexibilité des taux de change ;
– les restrictions quantitatives appliquées aux transactions courantes.

Il s'agissait ainsi de :

– promouvoir la coopération monétaire internationale, la stabilité des changes et le maintien de régimes de change ordonnés ;
– faciliter l'expansion du commerce international et favoriser ainsi un niveau élevé d'emploi et de prospérité ;
– aider à faire disparaître les restrictions de change qui entravent la croissance du commerce mondial ;
– corriger les déséquilibres des paiements (ce qui revient à mettre des ressources à la disposition des pays membres...).

Pour atteindre ces objectifs, le F.M.I. est doté d'une structure tripartite.
1) Un Conseil des Gouverneurs (instance souveraine) dont les membres sont en général des ministres des finances ou des gouverneurs de banques centrales et qui se réunit une fois l'an. Aux termes des statuts modifiés, le Conseil des Gouverneurs peut décider de former un collège permanent chargé

de surveiller la gestion et l'adaptation du S.M.I. et d'examiner tous les projets d'amendement aux statuts. Il peut donc se réunir ou voter par correspondance à tout moment.
2) Un Conseil d'Administration, qui assure la gestion effective du Fonds. Il choisit le Directeur Général du Fonds. À l'origine (1946) composé de 12 administrateurs, ce Conseil d'Administration en compte aujourd'hui 22. Six administrateurs sont directement désignés par les pays dont les quotes-parts sont les plus fortes (États-Unis d'Amérique, Arabie Saoudite, Grande-Bretagne, Allemagne, Japon, France). Les autres sont élus par groupes de pays.

Le Conseil d'Administration se réunit en général trois fois par semaine au siège à Washington. Ses missions sont notamment d'assurer la surveillance de la politique de change des membres, d'octroyer des concours financiers aux membres et d'examiner les aspects systématiques de l'économie mondiale.
3) Le Directeur Général, dont le mandat est de 5 ans renouvelable, est le chef des services de l'organisation. Sous la direction du Conseil, il conduit les opérations quotidiennes du F.M.I.

Le F.M.I. n'assure pas seulement une fonction de police, c'est-à-dire le respect de la conduite monétaire, mais aussi une fonction d'assistance. Aussi finance-t-il les déficits des paiements courants en vue d'opérations de stabilisation monétaire.

Chaque État membre verse au Fonds une cotisation déterminée par le « quota » ou « quote-part » qui lui est assigné.

Le calcul des quotes-parts a fait initialement l'objet d'âpres discussions. La formule initiale de Bretton Woods a été révisée en 1963, puis à nouveau en 1980. La méthode de calcul actuelle repose sur les critères suivants :

– le montant du produit national ;
– les ressources publiques ;
– le commerce extérieur.

En définitive, on a décidé que les quotas soient directement négociés entre chaque État membre et le F.M.I.

La souscription de ce quota est payée au Fonds à raison de 25 % en or et 75 % en monnaie nationale. Le solde de 75 % réglé en monnaie nationale est calculé selon la parité or de la monnaie du pays en question.

Chaque pays dispose donc d'un quota défini en dollar et révisable tous les cinq ans (la révision peut être générale ou partielle pour tenir compte d'un changement de la situation d'un membre). Aujourd'hui, le pays membre doit verser 25 % de toute augmentation de sa quote-part en D.T.S. ou en monnaie d'autres membres choisis par le F.M.I. avec leur accord et le reste en sa propre unité monétaire.

La quote-part, qui reflète la taille relative de l'économie du pays membre, est l'élément fondamental de ses relations financières et organiques avec le F.M.I. Elle détermine le nombre de voix dont le pays dispose au F.M.I. (en plus des 250 voix de base auxquelles il a droit) à raison d'une voix pour chaque tranche de 100 000 D.T.S. de quote-part. Elle sert également à calculer ses droits d'accès aux ressources financières du F.M.I. et sa part des allocations D.T.S.

Les ressources du F.M.I. proviennent de plusieurs sources. Ces ressources sont de trois types :

1) les ressources générales (auxquelles tous les pays ont droit pour financer leurs balances des paiements), qui proviennent des souscriptions versées par les pays membres et des emprunts contractés par le F.M.I. ;
2) les ressources du compte de versement spécial qui finance l'aide concessionnelle aux pays en développement à revenus faibles dans le cadre de la Facilité d'Ajustement Structurel (F.A.S.) et de la Facilité d'Ajustement Structurel Renforcé (F.A.S.R.). Ces ressources proviennent du remboursement des prêts du Fonds fiduciaire qui a existé de 1976 à 1980 et dont les ressources provenaient de la vente d'une partie des avoirs en or du F.M.I. ;

3) les ressources du compte de la F.A.S.R., constituées par des prêts et des dons accordés par les pays membres.

B –Les opérations du F.M.I.

Le F.M.I. est chargé d'exercer une ferme surveillance sur les politiques de change des pays membres pour aider à assurer la cohérence des régimes de change et pour promouvoir un système de taux de change stable. Le F.M.I. utilise ses ressources pour aider les pays membres en difficulté à rétablir leur équilibre extérieur et à amortir les effets de l'ajustement. Il leur apporte donc son appui au moyen de ses ressources générales et de ses mécanismes de financement concessionnel. Toutefois, certaines conditions macro-économiques doivent être remplies pour pouvoir utiliser les ressources financières du F.M.I. C'est ce qu'on appelle la conditionnalité.

La conditionnalité va de l'engagement général d'élaborer les politiques en collaboration avec le F.M.I. (dans le cas par exemple de tirages peu élevés au titre du mécanisme de financement compensatoire) à l'élaboration d'un plan chiffré spécifique de politique financière.

L'objectif est simple : la conditionnalité permet de s'assurer que les membres du F.M.I. adopteront les mesures nécessaires pour améliorer la situation de leurs balances des paiements et pourront rembourser le F.M.I. en temps voulu, de façon à ce que le volume limité de ressources financières du F.M.I. puisse être utilisé par d'autres membres éprouvant un besoin de financement de balance des paiements.

Les accords à conditionnalité élevée (accords de confirmation ou accords élargis dans les tranches supérieures de crédit) comportent en général les quatre éléments suivants :

1) une lettre d'intention dans laquelle sont exposées les mesures que les autorités envisagent de prendre pendant la période couverte par le programme ;
2) des « mesures préalables », autrement dit des changements dans la politique économique qui doivent être effectués avant l'approbation de l'accord ;

3) des critères de réalisation, objectifs chiffrés trimestriels ou semestriels (plafonds sur le déficit budgétaire ou les agrégats de crédit) que les pays doivent observer pour pouvoir effectuer des tirages et qui permettent d'assurer le suivi du programme ;
4) des revues périodiques pendant l'accord, autre instrument de suivi qui permet au conseil d'administration d'évaluer si les politiques sont conformes aux objectifs du programme d'ajustement.

Le F.M.I. dispose de divers mécanismes et facilités pour fournir des ressources à ses membres.

On distingue donc :

– les mécanismes ordinaires ;
– les mécanismes spéciaux ;
– les facilités concessionnelles ;
– les autres politiques et procédures.

Comme mécanismes ordinaires, on retient la tranche de réserve, les tranches de crédit et le mécanisme élargi de crédit (MEDC).

1) La tranche de réserve

Quand un pays devient membre du F.M.I., sa tranche de réserve correspond à la portion de sa quote-part qu'il a versé en avoirs de réserve. Il peut donc à tout moment tirer la totalité de sa tranche de réserve pour des besoins de balance des paiements. Ce n'est pas un recours aux crédits du F.M.I. et ce tirage ne donne lieu à aucune commission et aucun rachat n'est exigé ou attendu.

2) Les tranches de crédit

Les opérations de prêts du F.M.I. ont lieu dans le cadre de la politique dite « des tranches de crédits ». Un pays membre peut tirer dans quatre tranches de crédit, chacune équivalent à 25 % de sa quote-part :

- première tranche : 25 % de sa quote-part avec rachat dans un délai de 3 à 5 ans. Dans cette tranche, les membres doivent prouver qu'ils font des efforts raisonnables pour surmonter leurs difficultés de balance des paiements ;
- tranches supérieures : au-delà du montant correspondant à la première tranche de crédit, les achats sont effectués dans les tranches supplémentaires. Le pays doit adopter des politiques lui permettant de surmonter ses difficultés de balance des paiements dans un délai raisonnable. Cette utilisation a presque toujours lieu dans le cadre d'un accord de confirmation ou d'un accord élargi.

L'accord de confirmation, c'est l'assurance de pouvoir tirer sur les ressources du F.M.I., à concurrence d'un montant spécifié et sur une période déterminée (12, 18 mois à 3 ans). Les achats effectués en vertu de l'accord de confirmation ou d'un accord élargi sont « échelonnés » ; ce qui signifie que le montant disponible est débloqué progressivement durant la période de l'accord. Les remboursements doivent intervenir dans un délai allant de trois ans et trois mois à cinq ans après chaque tirage.

3) Le mécanisme élargi de crédit (MEDC)

Créé en 1954, ce mécanisme permet au F.M.I. de fournir aux pays un concours équivalent à un pourcentage plus élevé de leur quote-part pour une période plus longue que ne le permettent les tranches de crédit (pouvant atteindre 140 % de la quote-part). Pour bénéficier de ce mécanisme, un pays doit soumettre un programme indiquant les objectifs retenus et la politique adoptée pour toute la durée de l'accord.

Le mécanisme élargi est un programme à moyen terme dont la durée est normalement de 3 ans. Elle peut être prolongée d'un an et le rachat se fait dans un délai de quatre ans et demi à dix ans.

S'agissant des mécanismes spéciaux, on retient la facilité de financement compensatoire et de financement pour imprévus (FFCI) et le mécanisme de financement de stocks régulateurs (qui n'est pas utilisé depuis 1983).

4) La facilité de financement compensatoire ou de financement pour imprévus (FFCI)

Elle permet de fournir des ressources à un pays membre qui connaît une baisse de ses recettes d'exportation ou une hausse du coût de ses importations de céréales.

Les rachats s'effectuent dans un délai de trois ans et demi à cinq ans.

Le mécanisme est déclenché dès que les écarts nets dépassent un certain seuil et s'il est clair qu'ils n'ont pas été compensés par l'évolution d'autres variables qui influencent les transactions courantes.

5) Le mécanisme de financement de stocks régulateurs

Ce mécanisme a été créé en 1969 pour aider les pays membres du F.M.I. à s'acquitter de leurs cotisations à des stocks régulateurs internationaux de produits primaires agréés.

Les tirages destinés à ces financements ne peuvent dépasser 45 % de la quote-part. Les rachats s'effectuent dans un délai de 3 à 5 ans.

En ce qui concerne les facilités concessionnelles, il s'agit essentiellement de la facilité d'ajustement structurel renforcée (FASR) dont les conditions d'admissibilité et caractéristiques principales sont similaires à ceux de la facilité d'ajustement structurel (FAS).

Créé en mars 1986, la facilité d'ajustement structurel (FAS) permet aux pays membres à faible revenu d'obtenir des ressources concessionnelles à l'appui de programmes d'ajustement macro-économique et structurel à moyen terme. Avec l'appui du F.M.I. et de la B.I.R.D., le pays adopte et met à jour un document-cadre de politique économique à moyen terme (3 ans). Les remboursements s'effectuent dans un délai de cinq ans et demi à dix ans par versement trimestriel.

6) La facilité d'ajustement structurel renforcé (FASR)

Créée par le Conseil d'Administration en 1987, prorogée et élargie en février 1994, la F.A.S.R. est le principal vecteur financier que le F.M.I. apporte, sous

forme de prêts éminemment concessionnels, aux pays à faible revenu aux prises avec des difficultés de balance des paiements. Depuis 1990, un pays peut emprunter jusqu'à concurrence de 250 % de sa quote-part sur 3 ans et à titre exceptionnel à concurrence de 350 %.

Les décaissements semestriels des prêts sont remboursés dans un délai de cinq ans et demi à dix ans.

Dans le cas où les mécanismes ordinaires ou spéciaux ne s'appliquent pas, le F.M.I. a recours à divers dispositifs spéciaux :

– le mécanisme de financement d'urgence ;
– le soutien à des fonds de stabilisation des changes ;
– l'aide d'urgence.

7) Le mécanisme de financement d'urgence

Le mécanisme de financement d'urgence consiste en une série de procédures qui visent à faciliter l'approbation rapide, par le Conseil d'Administration, d'une aide financière du F.M.I. tout en assurant que les conditions requises pour l'obtenir sont remplies. Ces procédures d'urgence ne sont appliquées que dans des circonstances qui provoquent, ou qui menacent de provoquer une crise des comptes extérieurs exigeant une réaction immédiate du F.M.I.

8) Le soutien à des fonds de stabilisation des changes

L'appui du F.M.I. en vue de créer un fonds de stabilisation des changes vise à renforcer, dans une période transitoire, la confiance dans une stratégie de stabilisation fondée sur le taux de change. Ce fonds profiterait davantage à un régime de taux fixe dans lequel la monnaie est rattachée à une unité de référence, avec des marges de fluctuations relativement étroites, ou à un régime de parité à crémaillère ajustable selon des modalités prédéterminées.

L'appui du F.M.I. est assorti de conditions, notamment :

– ajustement des finances publiques et création de crédit compatibles avec l'objectif d'inflation ;

– réponses adéquates aux pratiques d'indexation automatique, notamment des salaires ;
– forte convertibilité de la monnaie aux fins de transactions courantes et régime commercial ouvert ;
– mise sur pied de plans d'urgence face aux entrées et sorties massives de capitaux.

9) L'aide d'urgence

Le F.M.I peut accorder une aide d'urgence à un membre confronté à des difficultés de balance de paiements causées par une catastrophe naturelle. Cette aide, sous forme d'achats directs généralement limités à 25 % de la quote-part, est octroyée sous réserve que le pays coopère avec le F.M.I. pour résoudre ses problèmes de balance des paiements. Le plus souvent, cette aide est suivie de l'approbation par le F.M.I. d'un accord au titre d'un de ses mécanismes ordinaires. En 1995, l'aide d'urgence a été étendue aux pays sortant d'un conflit.

La conditionnalité de ce mécanisme est adaptée à la situation de chaque pays et établie de manière à renforcer ses moyens administratifs et institutionnels.

2. Le Droit de Tirage Spécial, embryon d'une monnaie internationale

Le D.T.S. (droit de tirage spécial) est un avoir de réserve international dont la création en 1969 répondait à la volonté d'un grand nombre de pays membres du F.M.I. de disposer d'un instrument international susceptible à terme de seconder, sinon de remplacer le dollar, au moins dans ses fonctions officielles.

Dans le cadre du deuxième amendement aux statuts du F.M.I., adoptés à la Jamaïque en janvier 1976 et entrés en vigueur après leur ratification le 1er avril 1978, les pays membres se sont engagés à faire du D.T.S le principal actif de réserve.

Comparés à ses objectifs ambitieux, les résultats obtenus jusqu'à présent sont modestes. Mais le D.T.S. s'amorce progressivement dans les relations monétaires internationales.

A –Nature et définition du D.T.S.

Lors des débats qui ont précédé l'adoption le 31 juillet 1968 du premier amendement aux statuts du F.M.I. créant les D.T.S., deux grands courants de pensée se sont affrontés (PASCALLON 1982) :

- celui qui soutenait la création d'un avoir de réserve international utilisable entre les banques centrales (thèse anglo-saxonne) ;
- celui qui voulait l'élargissement des facultés de tirage classiques auprès du F.M.I. (thèse française).

La nécessité de concilier les deux thèses a conduit à une définition initiale quelque peu ambiguë. Tout d'abord, le D.T.S. n'est pas, au sens strict, un instrument de paiement mais un droit limité d'acquérir un instrument de paiement. Ainsi, tout participant peut utiliser ses D.T.S. pour obtenir d'un autre un montant équivalent en devises. Toutefois, un partenaire peut bien refuser des D.T.S.

Par ailleurs, les statuts du F.M.I. imposent un certain nombre de limites à l'usage des D.T.S. À l'origine, un pays ne peut utiliser ses D.T.S. que pour les besoins de sa balance des paiements.

Ces règles ont été sérieusement allégées depuis l'adoption du deuxième amendement aux statuts du F.M.I. Ainsi, le niveau minimum des avoirs moyens en D.T.S que les participants doivent maintenir a été réduit de 30 à 15 %. De plus, les participants peuvent utiliser les D.T.S. sans que cette utilisation soit dictée par les besoins de la balance des paiements et sans avoir à obtenir l'autorisation du F.M.I.

D'autres améliorations des D.T.S. sont en cours, telles que la possibilité de conclure les accords de Swaps en D.T.S et surtout l'élargissement du nombre des institutions officielles habilitées à traiter en D.T.S.

Pour ce qui est de la définition du D.T.S., il est à l'origine défini comme égal à 0,888671 grammes d'or, c'est-à-dire 1/35 d'once. La valeur du D.T.S. est donc identique à celle du dollar jusqu'à la dévaluation de décembre 1971.

Après la démonétarisation de l'or, une nouvelle définition est décidée en juin 1974. Depuis lors, le D.T.S. est défini par rapport à un panier de monnaies, c'est-à-dire la moyenne pondérée des taux de change des principales monnaies du monde.

Dans un premier temps, 16 monnaies ont été retenues pour composer ce panier. L'importance de chacune d'elles au sein du panier à été pondérée en tenant compte, d'une part, du commerce extérieur de chaque pays, d'autre part, du rôle international joué par certaines monnaies. Ce panier initial a été révisé le 28 juin 1978 en fonction de l'évolution du commerce mondial durant la période 1972-1976.

En 1980, pour faciliter le calcul du panier et la cotation du D.T.S., le F.M.I. a décidé, qu'à compter du 1er janvier 1981, le panier définissant le D.T.S. ne sera plus composé que de cinq principales monnaies (le dollar, le deutsche mark, le franc français, le yen et la livre). Le panier du D.T.S. est révisé tous les cinq ans sauf décision contraire du Conseil d'Administration. La dernière révision a eu lieu le 1er janvier 1996 et le panier actuel restera en vigueur jusqu'au 31 décembre 2000.

Tableau n° 3 : Coefficients de pondération des monnaies

Monnaie	Janvier 1961	Janvier 1994	Janvier 1996
Dollar américain	42 %	40 %	39 %
Deutsche mark	19 %	21 %	21 %
Yen	13 %	17 %	18 %
Franc français	13 %	11 %	11 %
Livre	13 %	11 %	11 %

Ces coefficients sont utilisés pour déterminer les montants des monnaies dans ce panier.

La valeur du D.T.S. est calculée tous les jours sur la base d'un panier de cinq monnaies ci-dessus désignées. Elle est généralement plus stable que celle de ces monnaies.

Mais la définition par rapport à un panier a conduit à se demander comment un bien qui sert d'instrument de mesure pour d'autres biens peut être défini lui-même par l'intermédiaire de ces biens.

B – Le rôle du D.T.S.

Les États membres qui éprouvent des difficultés de balance des paiements peuvent se servir du D.T.S. pour acquérir des devises dans le cadre de transactions « avec désignation » : un autre État membre, désigné par le F.M.I., fournit en échange du D.T.S. une monnaie librement utilisable. Le F.M.I. le désigne généralement en fonction de la solidité de la position de sa balance des paiements et de ses réserves. Le montant de monnaie qu'il est tenu de fournir ne peut dépasser un niveau équivalent au triple de son allocation cumulative nette de D.T.S.

Les États membres peuvent utiliser les D.T.S. pour divers transferts volontaires, notamment des transactions « par accord » (échanges au comptant de D.T.S. contre d'autres avoirs monétaires) et des opérations entre eux ou avec des détenteurs agréés. Les D.T.S. peuvent également être utilisés dans des opérations au titre de la facilité d'ajustement structurel renforcée, qui nécessitent l'intervention de détenteurs agréés du fait que le compte de versement spécial du F.M.I. et les comptes qu'il administre ne peuvent détenir directement des D.T.S. Les D.T.S. sont enfin utilisés dans des opérations entre les États membres et le F.M.I. qui, par l'intermédiaire du compte des ressources générales, reçoit des D.T.S. de ses membres et leur transfère des D.T.S.

Le D.T.S. sert donc d'unité de compte et d'unité de référence.

Il sert d'unité de compte (ou de base de calcul d'unité de compte) à certaines organisations internationales ou régionales, essentiellement parce que sa valeur (exprimée en une monnaie quelconque) est plus stable que celle de toute composante monétaire du panier.

Le D.T.S. sert également d'unité de référence. En effet, au 30 avril 1997, deux États membres déterminent la valeur de leur unité monétaire par référence au D.T.S. La valeur de l'unité considérée est calculée par rapport au D.T.S., puis exprimée en d'autres unités monétaires par référence à leurs valeurs respectives en D.T.S., telles qu'elles sont publiées par le F.M.I.

C – Le D.T.S. peut-il devenir le principal instrument de réserve du système monétaire international ?

Au 30 avril 1997, les avoirs en D.T.S. des États membres ne représentaient que 1,7 % de leurs réserves totales (or non compris) contre 5 % en 1978.

En fait, il paraît peu probable que le D.T.S. puisse jouer, comme réserve des banques centrales, un rôle de premier plan, aussi longtemps qu'il ne sera créé que comme une liquidité complémentaire et non pas comme un substitut au moins partiel au dollar.

Certes, un pas a été franchi avec la création d'un « compte de substitution » auprès duquel les pays qui estiment avoir un montant excessif de dollars pouvaient en demander la conversion en D.T.S. et les doutes quant à l'opportunité de maintenir la primauté internationale du dollar devaient favoriser l'instauration d'un tel mécanisme. Il reste que les détenteurs des liquidités officielles internationales – en premier lieu les pays pétroliers les plus riches – n'ont pas remplacé une partie importante des dollars qu'ils possèdent par des D.T.S.

Deux arguments antagonistes méritent une attention particulière :

- l'un, économique, met en avant l'avantage qu'il y a à détenir un actif qui échappe aux fluctuations vigoureuses qui menacent sans cesse les monnaies isolées (par opposition aux monnaies composites comme le D.T.S.) ;
- l'autre, plutôt psychologique, insiste sur les risques qu'il y a à détenir des réserves importantes libellées dans une monnaie abstraite qui pourrait être un jour supprimée ou profondément modifiée. De plus, même si l'usage du D.T.S. a été accompli, il est loin d'être aussi libre que celui d'une monnaie internationale.

En fait, il est hasardeux pour un pays de faire dépendre ses réserves d'une banque centrale étrangère qui peut à tout moment dévaluer sa monnaie que du F.M.I. dont les règles (majorité qualifiée par toute décision importante) protègent bien davantage les détenteurs de D.T.S. Le D.T.S. doit donc être conservé, ne serait-ce que pour jouer un rôle utile de « dispositif de protection », en cas de graves difficultés du système monétaire international. Il resterait à résoudre « le problème d'équité », dû au fait que de nombreux membres du F.M.I. n'ont jamais reçu d'allocation de D.T.S.

Quatrième partie
L'ajustement international

L'un des problèmes majeurs de la théorie économique internationale est l'ajustement. En effet, l'ouverture d'une économie se traduit par une perte d'efficacité des instruments budgétaires et monétaires, les premiers parce qu'une nouvelle fuite apparaît dans le multiplicateur (les importations), les seconds parce que la variation de la quantité de monnaie se heurte à des contraintes et à des impossibilités.

Nous parlerons donc successivement :
– du rééquilibrage de la balance des paiements (chapitre 1) ;
– de l'intégration monétaire (chapitre 2).

Chapitre 1
Le rééquilibrage de la balance des paiements

Il existe trois modes de rééquilibrage de la balance des paiements.

En effet, si nous notons :

Y, le niveau de revenu ;
A, le niveau de dépenses de consommation et d'investissement ;
X, les exportations ;
M, les importations ;
B, le solde de la balance commerciale ;
m, le niveau des encaisses,

nous pouvons écrire :

$Y = A + (X - M)$; (1)
$B = (Y - A) = (X - M)$; (2)
$B = \Delta m$. (3)

Cette dernière équation prend en compte le fait que la variation du solde commercial entraîne nécessairement celle des quantités de monnaie détenues.

Il est alors possible d'analyser le solde commercial (et notamment ses variations) à partir de trois optiques :

1) l'optique des élasticités : $B = (X - M)$;
2) l'optique de l'absorption : $B = (Y - A)$;
3) l'optique monétaire : $B = \Delta m$.

SECTION 1 : L'OPTIQUE DES ÉLASTICITÉS

En neutralisant les effets liés au revenu, aux encaisses ou aux élasticités croisées, la demande de biens importés et exportés est essentiellement fonction de leurs prix. L'effet final des modifications de prix sur le courant des échanges ne dépend plus alors que de leurs élasticités. Cet effet sera

d'autant plus favorable que les élasticités seront normales et fortes. En excluant la modification directe des prix des biens, l'ajustement, dans l'optique des élasticités, se fait essentiellement par la modification du taux de change (dévaluation). C'est alors l'occasion de repréciser les effets attendus d'une dévaluation et des conditions de réussite d'une dévaluation.

1. Les effets attendus de la dévaluation

Le pays qui dévalue sa monnaie table généralement sur trois effets ;

– l'effet de détérioration des termes de l'échange ;
– l'effet volume ;
– les rentrées de capitaux.

Pour ce qui concerne le premier effet, l'effet de détérioration des termes de l'échange, il provient du fait que la dévaluation modifie le prix relatif des importations qui tend à s'élever en monnaie nationale et celui des exportations qui tend à diminuer en monnaie étrangère.

S'agissant à présent du second effet, l'effet volume, il est le résultat de la dépréciation du cours de change ($\delta e/e > 0$ à l'incertain). Cette dépréciation permet – toutes choses égales par ailleurs – d'obtenir :

– un accroissement des quantités exportées, $\delta X/X > 0$;
– une baisse des volumes importés, $\delta M/M < 0$, avec :

e, le cours de la monnaie (cotée à l'incertain) ;
X, le volume des exportations ;
M, le volume des importations ;
δX, la variation dans les quantités exportées ;
δM, la variation dans les quantités importées.

L'effet d'accroissement des exportations et de diminution des importations doit être suffisamment fort pour que le solde obtenu en valeur ($\delta X - \delta M$) puisse compenser l'effet précédent de détérioration des termes de l'échange. De ces deux résultats contrariés dépend le succès de la modification du change.

Quant au dernier effet, la rentrée des capitaux, nous relèverons que les rentrées de capitaux sont généralement affectées avant la dévaluation par des sorties spéculatives. Après la dévaluation, les capitaux devraient revenir après avoir profité de la prime de dévaluation. C'est pour cela que certains auteurs admettent que la dévaluation agit beaucoup sur le bas de la balance.

Mais ces trois effets normaux de la dévaluation ne jouent que si certaines conditions sont satisfaites.

2. Les conditions de réussite d'une dévaluation

Le succès d'une dévaluation repose donc sur les trois conditions suivantes :

1) qu'il n'y ait pas pleine utilisation des capacités de production, sinon il sera difficile de dégager les bases réelles du transfert (détournement) de l'offre domestique vers l'étranger et de la demande adressée par l'étranger aux produits locaux ;
2) que les phénomènes d'indexation soient limités. Il faut notamment que les salaires ne soient pas indexés sur les prix et en particulier sur le taux de change. Une certaine illusion monétaire est ainsi nécessaire ;
3) que les variations de change soient directement répercutées sur les termes de l'échange.

L'approche en terme d'élasticité présente malheureusement l'inconvénient d'avoir un contenu exagérément statistique qui complique les calculs et biaise les données. De même, elle ne fait pas suffisamment ressortir les effets négatifs d'une dévaluation.

Outre son action sur la résorption du déficit, la dévaluation, augmentant les exportations et substituant des produits locaux aux importations, se traduit par une hausse de la production, du revenu et de l'emploi. C'est sur cet effet revenu que s'appuie ALEXANDER (1952, 1959) pour proposer une nouvelle approche, fondamentalement différente tant dans sa construction que dans ses enseignements.

SECTION 2 : L'OPTIQUE DE L'ABSORPTION

Développée dans un cadre keynésien, l'approche par l'absorption tend à montrer que, dans de nombreux cas, une dévaluation se traduit par une détérioration du solde courant, même lorsque la condition sur les élasticités est respectée.

Deux contributions ont été importantes à cet égard :

- Sidney ALEXANDER (1952) qui étudie la réaction du revenu sur la balance des paiements ;
- Harry JOHNSON (1955) qui complète cette analyse en prenant en compte deux absorptions, celle du pays et celle du reste du monde.

1. Les fondements de l'approche de l'absorption : l'analyse d'ALEXANDER

ALEXANDER utilise l'approche de l'absorption pour expliquer les effets d'une dévaluation sur la balance commerciale. Pour lui, l'approche de l'absorption n'est qu'une modalité de l'approche par le revenu (AFTALION, MEADE). L'analyse d'ALEXANDER fait intervenir à la fois des effet-prix et effet-revenu.

Il part de l'équation de l'équilibre global en économie ouverte et pose la condition suivante :

$X - M = Y - A$,

avec X, la valeur des recettes courantes ;

M, la valeur des dépenses courantes ;
Y, le revenu national ;
A, l'absorption ou dépense domestique globale (consommation + investissement).

Si B représente le solde des transactions courantes, on peut écrire :

$B = X - M = Y - A.$

Ce qui donne en terme de variation :

$$\Delta B = \Delta Y - \Delta A. \qquad (7)$$

Ainsi, la dévaluation agit de deux manières sur le solde courant :

– indirectement, à travers la variation des revenus induite (ΔY) ;
– directement, à travers l'effet qu'elle exerce sur la dépense domestique (à niveau de revenu inchangé ΔA).

2. Les effets de l'approche de l'absorption

La variation de la balance correspond à la différence entre la variation du revenu national et l'absorption. Une dévaluation améliore la balance si ΔY augmente plus que ΔA. Or, ΔA résulte à la fois des variations de revenu et des variations de prix.

L'accroissement de revenu entraîne une augmentation de $\alpha\Delta A$ de l'absorption, α étant la propension marginale à absorber (ou ce que METZLER et MARSHALL appellent la *propension à la dépense domestique*), la valeur de α est égale à la somme de c et de e (respectivement les propensions à consommer et à investir).

La dévaluation entraîne une augmentation des prix domestiques qui peut réduire l'absorption d'un montant δA, d'où :

$$\Delta A = \alpha\Delta Y + \delta A,$$

on a :

$$\begin{aligned}\Delta B &= \Delta Y - (\alpha\Delta Y + \delta A)\\ &= \Delta Y - \alpha\Delta Y - \delta A\\ \Delta B &= \Delta Y\,(1 - \alpha) - \delta A\end{aligned}$$

$\Delta Y\,(1 - \alpha)$ correspond à l'effet-revenu direct et indirect et δA à l'effet-prix direct sur l'absorption.

ALEXANDER combine ainsi les deux effets revenu et prix. Il distingue logiquement les effets selon leur vecteur : le revenu réel et l'absorption.

(effet-balance = effet-revenu + effet-prix).

A –L'effet-revenu

La première action (action indirecte) se produit lorsqu'il y a sous-emploi des capacités productives du pays. Dans ce cas, le supplément d'exportation et la baisse des importations stimulent le revenu national par l'entremise du multiplicateur du commerce extérieur.

ALEXANDER distingue un « effet de ressources oisives » ou « effet de sous-emploi des ressources » et un « effet termes de l'échange ».

« L'effet de sous-emploi de ressources » recouvre l'augmentation du revenu consécutive à celle du produit, à la suite d'une hausse des exportations. Toutefois « l'effet de ressources oisives » n'améliore pas obligatoirement la balance courante, bien au contraire. Pour que le multiplicateur du commerce extérieur provoque une augmentation du revenu, il faut qu'il y ait sous-emploi, sinon il y aurait un simple détournement de flux.

Soit R, la modification résultant de la variation de l'emploi. L'effet de sous-emploi des ressources R $(1 - \alpha)$ est positif si $\alpha < 1$. Or, α peut être supérieure à 1, dans le cas d'un pays instable en isolement.

L'effet positif de stimulation de revenu, qui est dû à la mise en œuvre des capacités de production oisives (exportations) et/ou à l'expansion des activités domestiques substituts des importations, se double d'un second, lui négatif, qui procède de la diminution induite de revenu imputable à la détérioration des termes de l'échange.

L'effet terme de l'échange se manifeste nécessairement car généralement la dévaluation entraîne une détérioration des termes de l'échange du pays dévaluateur, donc une diminution du gain de l'échange et une réduction du revenu. C'est une influence inverse de l'effet de sous-emploi des ressources.

	$\alpha > 1$	$\alpha < 1$
Effet de sous-emploi dominant	$\Delta B < 0$	$\Delta B > 0$
Effet terme de l'échange dominant	$\Delta B > 0$	$\Delta B > 0$

Pour ALEXANDER, le cas le plus courant correspond à $\alpha > 1$. De plus, si on se trouve en situation de sous-emploi, l'effet de ressources oisives est habituellement dominant. La dévaluation se traduit alors par une détérioration du solde courant.

B – L'effet-prix

Une dévaluation entraîne une hausse du niveau général des prix qui parvient, selon ALEXANDER, à diminuer l'absorption et a un effet favorable sur la balance des paiements, puisque $B = Y - A$.

Si l'effet d'accroissement du revenu l'emporte sur la réduction du revenu tenant à la dégradation des termes de l'échange, on aura $\Delta Y > 0$. Pour que la dévaluation réussisse, c'est-à-dire qu'elle améliore le solde de la balance courante, il faut que la variation de l'absorption soit négative (effet direct de la variation de change sur l'absorption).

Trois mécanismes permettent généralement de contracter l'absorption :

– l'effet d'encaisse ;
– l'effet de distribution de revenu ;
– l'effet d'illusion monétaire.

L'effet d'encaisse réelle (effet PIGOU) conduit les agents à réduire leurs dépenses ou à vendre des titres si l'offre de monnaie n'augmente pas. La dévaluation élève le niveau général des prix et diminue la valeur réelle des encaisses, ce qui conduit les agents à les reconstituer. Cette diminution intervient soit à la suite d'une réduction des dépenses d'importation, soit en économisant sur les autres dépenses.

Un effet de redistribution ensuite, du fait que la dévaluation améliore davantage les revenus des groupes qui ont une propension à épargner importante, au détriment de ceux qui consomment davantage. Pour ALEXANDER, la hausse des prix induite par la baisse du change a le mérite de diminuer l'absorption.

Un effet d'illusion monétaire enfin, qui entraîne une augmentation de l'épargne des agents qui s'appuient sur le relèvement de leur niveau de revenu nominal (l'épargne est donc une fonction croissante du revenu nominal).

3. Les prolongements de l'approche de l'absorption : l'apport de HARRY JOHNSON

JOHNSON introduit un nouveau concept : la propension du pays à consommer les biens exportables. Il utilise alors quatre notions (la première lettre indique l'origine, la seconde la destination des biens).

Pour le pays A, il définit deux propensions :

- Caa, la propension du pays A à consommer les biens qu'il pourrait exporter ;
- Cba, la propension du pays A à consommer les biens exportés par B (m_a) ;

Pour le pays B :

- Cbb, la propension du pays B à consommer les biens qu'il pourrait exporter ;
- Cab, la propension du pays B à consommer les biens exportés par A (m_b).

Deux de ces propensions sont des propensions à importer habituelles. S'il y a une baisse de revenu en B, l'effet sur les termes de l'échange dépend de trois conditions :

- la somme des propensions à importer (Cba + Cbb) : si (Cab + Cba) > 1, il y aura une amélioration des termes de l'échange pour B parce que ses importations diminuent avec le revenu. Cependant, les exportations restent élevées puisqu'elles dépendent du revenu de A qui reste inchangé ;

– la différence entre les deux propensions du pays considéré (Cba – Cbb) : si (Cba – Cbb) > 0, il y aura une amélioration des termes de l'échange de B car ses produits sont plus demandés par l'étranger que par lui-même ;
– la somme des propensions à consommer des biens exportés (Caa + Cbb) : si (Caa + Cbb) < 1, il y aura une amélioration des termes de l'échange de B, parce qu'aucun des deux pays n'absorbe trop les biens qui pourraient être exportés.

Pour apprécier l'effet sur les prix d'une variation de revenu, il faut qu'il y ait simultanément :

– (Cab + Cba) > 1 ;
– (Cba – Cbb) > 0 ;
– (Caa + Cbb) < 1.

Si ces trois expressions sont positives, les deux effets se compensent et facilitent le rééquilibrage de la balance.

L'approche en terme de revenu prévient les insuffisances de l'approche en terme de prix. Elle établit que les effets recherchés d'une dévaluation ne persisteront que si la production l'emporte sur l'absorption. Elle présente néanmoins deux limites :

– axée sur les mécanismes d'ajustement de la balance commerciale et au mieux de la balance courante, elle ignore les mécanismes d'ajustement de la balance des paiements (balance globale) ;
– reposant sur une analyse en terme de flux, elle ignore les réajustements de stocks et leurs effets.

SECTION 3 : L'APPROCHE MONÉTAIRE DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

Développée à l'origine par les services du F.M.I. pour résoudre le problème des pays – pour la plupart sous-développés – mal équipés statistiquement, cette approche mettait en évidence une relation simple entre la masse

monétaire et le solde de la balance des paiements (POLAK, 1957). Approfondie par R. MUNDELL (1968), par FRENKEL et JOHNSON (1976), elle occupe pendant plusieurs années une place très importante dans l'analyse du déséquilibre extérieur.

L'émergence de cette approche est liée à deux changements caractéristiques des années 70 :

- d'un point de vue historique, l'effondrement du système de BRETTON WOODS et les désajustements des balances de paiements à la suite du premier choc pétrolier ;
- d'un point de vue théorique, l'affirmation du monétarisme comme cadre essentiel de l'analyse économique.

Dans sa logique de construction, l'approche monétaire présente trois caractéristiques :

- c'est une théorie d'équilibre automatique ;
- elle est centrée sur la balance des règlements officiels (contrairement à l'analyse de HUME, les mouvements de capitaux sont bien pris en compte ici) ;
- la monnaie est au centre du processus d'ajustement (un déséquilibre de la balance des règlements officiels en changes fixes ou une modification du taux de change en changes flexibles, conséquence de l'inadéquation entre offre et demande de monnaie, permettent le rétablissement de l'équilibre).

1. Le cadre d'analyse

Le noyau du modèle est constitué de quatre équations :

- trois définissent les conditions d'équilibre sur le marché interne de la monnaie (demande, offre et équilibre) ;
- la dernière représente la parité des pouvoirs d'achat.

À ce bloc, il convient d'ajouter trois relations qui permettent de spécifier les caractéristiques de l'équilibre et ses canaux de transmission :

– la parité des taux d'intérêt ;
– la détermination de ce taux ;
– le solde de la balance des règlements officiels.

$M_d = pk\,(Y)$ (1)
$M_o \cong C + eR$ (2)
$M_d = Mo$ (3)
$P = eP^*$ (4)
$i = i^*$ (5)
$i = i\,(p.Y, M)$ (6)
$\Delta R \cong (M_d - M_o)/\,e$ (7)
$\Delta R = B$ (8)

avec :

M_d, la quantité de monnaie demandée ;
M_o, la quantité de monnaie offerte ;
C, le crédit domestique ;
P, le niveau de prix domestique ;
P*, le niveau de prix étranger ;
e, le cours de change à l'incertain ;
i, le niveau du taux d'intérêt domestique ;
i*, le niveau du taux d'intérêt étranger ;
ΔR, la variation des réserves de change mesurées en monnaie étrangère.

L'équation (1) est une équation de demande de monnaie habituelle, dans laquelle M_d dépend du revenu réel et des prix.

L'équation (2) est une identité qui montre que l'offre de monnaie est nécessairement égale à la somme des crédits domestiques et de la quantité des réserves détenues par les autorités monétaires. Elle exclut par conséquent toute stérilisation des réserves.

L'équation (4) représente la relation de la parité des pouvoirs d'achat.

L'équation (7) montre que la variation des réserves est exactement égale à

la différence entre la demande et l'offre de monnaie. Ainsi, tout déséquilibre *ex ante* entre offre et demande de monnaie se traduit par un déséquilibre correspondant du solde global des paiements (8). Ce qui permet d'écrire en monnaie nationale :

$B = h\,(M_d - M_o)$; (13)
$M_d - M_o < 0 \Leftrightarrow B < 0$ (déficit) ;
$M_d - M_o > 0 \Leftrightarrow B > 0$ (excédent).

On comprend dès lors comment peut se réaliser le retour à l'équilibre en cas de déficit de la balance des paiements. Celui-ci ne devrait d'ailleurs avoir, dans l'optique monétaire, qu'un effet purement transitoire.

Le déficit signifie qu'il y a excès de monnaie et que les agents s'en débarrassent. La baisse du change aurait pour effet d'élever le niveau général des prix, ce qui obligerait les agents résidents à restaurer leurs encaisses réelles en comprimant leurs dépenses. Il y aurait alors excès de revenu par rapport à la dépense et rétablissement de l'équilibre extérieur.

2. Les conséquences de l'approche monétaire de la balance des paiements

L'approche monétaire pose néanmoins quelques problèmes :

1) certaines de ses hypothèses de base sont assez héroïques : hypothèse de petit pays preneur de prix, rejet de toute action de stérilisation de réserves ;
2) la correction de l'écart entre le stock désiré et le stock offert de monnaie ne paraît concevable qu'en longue période ;
3) le fait de vouloir éviter toute référence aux balances partielles rend plus difficile l'identification des causes du déséquilibre.

L'idée de départ est que tout déséquilibre de la balance des paiements est monétaire dans son essence (H. JOHNSON). Le solde de la balance globale reflète donc le déséquilibre du marché de la monnaie.

Chapitre 2
L'intégration monétaire

Dans certaines situations, un pays peut préférer des changes fixes aux changes flexibles. Dès lors se pose une question fondamentale : jusqu'où peut-on étendre une zone monétaire intégrée ? Quelle est la taille d'une zone monétaire optimale, autrement dit, une zone à l'intérieur de laquelle les variations de change sont impossibles ?

Pour répondre à ces questions, il faut étudier comment les ajustements se font entre régions d'un même pays. En effet, les problèmes d'ajustement d'une région n'impliquent pas directement la balance des paiements, en partie parce que la région ne détient pas en propre des réserves officielles susceptibles de provoquer un déficit de devises.

L'intégration monétaire entre les pays trouve sa justification et certaines de ses modalités dans la théorie des zones monétaires optimales que nous exposerons en premier avant de présenter quelques exemples d'intégration monétaire.

SECTION 1 : LES THÉORIES DES ZONES MONÉTAIRES OPTIMALES

Une zone monétaire optimale désigne une réunion d'espaces économiques qui sont :

- soit soumis à une seule souveraineté monétaire et à un régime de monnaie unique ;
- soit caractérisés par l'existence d'une structure de parités fixes et irrévocables entre leurs différentes monnaies.

C'est donc une zone à l'intérieur de laquelle les changes sont fixes et flottants à l'extérieur. Il s'agit ainsi d'une partition optimale de l'espace économique mondial grâce à laquelle chaque espace monétaire national choisit la procédure d'ajustement (en particulier le régime de change) qui convient le mieux à

ses données économiques et politiques. Plusieurs critères ont été utilisés pour définir la zone monétaire optimale. Nous présenterons successivement :

– l'analyse de MUNDELL et ses prolongements ;
– l'analyse en termes d'avantages-coûts de BEAN ;
– l'analyse en termes de conditions macro-économiques.

1. L'analyse de MUNDELL et ses prolongements

La notion de zone monétaire optimale a été proposée par MUNDELL en 1961. Elle a fait l'objet d'une abondante littérature et différents critères ont été avancés pour justifier, par l'analyse économique, la présence ou l'absence d'intégration monétaire.

A –La présentation de MUNDELL : le critère de mobilité des facteurs

Pour MUNDELL, la mobilité des facteurs de production entre les espaces économiques est la condition nécessaire et suffisante d'une zone monétaire optimale.

Pour l'illustrer, MUNDELL prend deux espaces économiques A et B (chacun de ces pays connaît au départ l'équilibre de la balance des paiements). Si pour une raison quelconque, une partie de la demande A se reporte en B, ce déplacement de la demande de A en faveur des produits de B entraîne le chômage en A et l'inflation en B. Cette situation, défavorable pour les deux espaces, appelle des solutions différentes selon qu'il y a ou non mobilité des facteurs de production.

En situation de fixité de change et d'immobilité des facteurs entre A et B, toute politique monétaire expansionniste contre le chômage en A entraîne une détérioration de la balance des paiements de A. Parallèlement, toute politique de lutte contre l'inflation en B accentue la déflation dans cet espace. Il faut donc recourir aux changes flexibles pour résoudre le problème du conflit d'objectifs. La flexibilité des changes pallie ainsi le défaut de mobilité des facteurs de production.

Lorsque les facteurs sont parfaitement mobiles entre A et B, le chômage et l'inflation sont en partie éliminés par le déplacement de la main d'œuvre de A vers B. Les changes fixes entre les deux espaces ne nuisent pas aux ajustements et ces deux espaces appartiennent à la zone monétaire optimale.

MUNDELL a adapté, pour les besoins de la théorie monétaire, le postulat de RICARDO sur le commerce international. La frontière de la zone monétaire optimale, c'est la limite à partir de laquelle il n'y a plus de mobilité de facteurs. L'immobilité des facteurs est donc extérieure à la zone et la mobilité intérieure à la zone.

L'analyse de MUNDELL repose sur trois hypothèses :

– le plein-emploi en A et en B ;
– l'équilibre de la balance des paiements dans les deux pays ;
– la rigidité à la baisse des prix et des salaires.

C'est la dernière hypothèse qui renforce son analyse car si les salaires étaient flexibles, on éviterait le chômage en A, de même qu'on enregistrerait une détérioration des termes de l'échange de A si les prix étaient flexibles.

De nombreuses critiques ont été faites à l'analyse de MUNDELL. Relevons principalement celle de FLEMING (1971) qui affirme que la mobilité internationale du capital doit être la condition préalable à la création d'une zone monétaire optimale. Cette mobilité dépend de la nature du déséquilibre, de la sensibilité de l'investissement dans l'activité économique et de la période d'ajustement. Toutes les critiques font remarquer que la mobilité factorielle n'est pas un bon substitut aux instruments traditionnels d'ajustement que sont : la gestion de la demande et la variation du taux de change.

B –Le critère de degré d'ouverture de McKINNON

McKINNON publie son article dans American Economic Review en 1963. McKINNON définit la zone monétaire optimale comme une zone dans laquelle les politiques monétaires et fiscales sont utilisées pour atteindre trois objectifs (parfois contradictoires) :

– le plein-emploi ;
– l'équilibre de la balance des paiements ;
– la stabilité des prix.

L'analyse de McKINNON s'appuie sur la distinction entre biens échangeables (BE) et biens non échangeables (BNE). Ainsi, lorsque l'économie est très ouverte, c'est-à-dire lorsque le rapport BE/BNE est élevé, l'économie a intérêt à adopter la fixité de son taux de change par rapport au reste du monde.

Dans ce cas, l'amélioration de la balance commerciale passe par la réduction de l'absorption interne et les modifications du taux de change provoquent des effets négligeables sur une production au départ largement exporté. Le flottement des monnaies serait donc incompatible avec la stabilité des prix internes.

Parallèlement, si l'économie est peu ouverte (rapport BE/BNE peu élevé), la modification du taux de change (flexibilité) peut améliorer de manière notable la balance commerciale puisque les élasticités-prix des importations et des exportations sont plus déterminantes que l'élasticité-revenu des importations. Le recours au flottement des monnaies rétablit l'équilibre extérieur.

L'analyse de McKINNON se résume à l'idée qu'un fort degré d'ouverture est le critère fondamental pour la réalisation d'une zone monétaire optimale. Toute économie ouverte (rapport élevé) gagnerait à fixer son taux de change par rapport à l'extérieur. L'utilisation dans une telle économie de la flexibilité du taux de change est dommageable pour la stabilité des prix intérieurs. Elle devra donc s'affranchir de cet instrument de politique économique.

Nous retiendrons deux critiques à l'analyse de McKINNON :

1) celle qui repose sur l'utilisation des termes biens échangeables et biens non échangeables (Pascal SALIN, 1974). Les biens actuellement non échangeables pour un prix de marché donné peuvent le devenir pour un autre ;
2) celle qui estime que l'hypothèse de stabilité des prix dans le reste du monde, que retient McKINNON, est difficilement vérifiable (ISHIYAMA, 1975). C'est une hypothèse qui aurait pu être acceptée dans les années 50

et 60, à l'époque du système de Bretton Woods. Elle ne peut plus l'être depuis les années 70-80, les chocs pétroliers ayant entraîné une véritable instabilité des prix.

C –Le critère de diversification des économies nationales : KENEN

Pour KENEN (1969), une économie diversifiée a les moyens de compenser les effets néfastes (inflation/chômage) dus à l'instabilité de la demande de certains produits. Elle peut donc entrer en relation avec le reste du monde par des taux de change fixes. La diversification constitue ainsi un élément de zone monétaire optimale. Inversement, une économie peu diversifiée doit, pour amortir les à-coups de la demande, instaurer vis-à-vis du reste du monde des changes flexibles.

Plusieurs critiques ont été faites à l'analyse de KENEN :

1) Celle relative au concept de diversification qui apparaît ambigu à certains égards. FLANDERS (1969) conteste ce terme qui, pour KENEN, désignait en fait une économie ayant une industrie d'importation et non pas une économie exportant beaucoup de produits.
2) celle relative aux hypothèses peu pertinentes que retient KENEN repose sur deux hypothèses :

– une offre nationale infiniment élastique avec un taux de salaire nominal donné ;
– la variation au même rythme du prix international des biens importés et du taux de salaire.

Si on supprime ces deux hypothèses, les propositions de KENEN ne tiennent plus.

3) Les effets sur une économie nationale des fluctuations de la demande qui deviennent cycliques. Ce qui conduit à se demander si, dans ces conditions, la fixité est encore recommandable.

SALIN pense qu'une économie diversifiée n'a intérêt à participer à une zone monétaire qu'à la condition que les fluctuations de la demande extérieure ne soient pas systématiques.

D – Le critère de degré d'intégration financière : INGRAM, SCITOVSKY

L'équilibre de la balance des paiements ne doit pas seulement être considéré du point de vue commercial mais aussi du point de vue financier. Aussi est-il nécessaire de s'intéresser aux caractéristiques financières d'une économie pour déterminer la taille optimale d'une zone monétaire.

Les partisans de cette analyse (INGRAM 1962 et 1973, SCITOVSKY, 1958 et 1967) estiment qu'un grand degré d'intégration sur les marchés financiers de capitaux d'une zone élimine la nécessité de recourir aux taux de change flexibles pour corriger les déséquilibres des paiements. Un grand degré d'intégration financière est donc un critère d'optimalité d'une zone monétaire.

Le degré d'intégration financière peut, selon COURY et PORTER (1974), se mesurer par le niveau de compensation qu'exercent les flux de capitaux. Et dans ces conditions, la mobilité de ces capitaux apparaît comme un préalable à la création d'une zone monétaire optimale.

Si la base monétaire ne dépend plus des pouvoirs publics, la politique interne ne peut plus jouer. Les mouvements à court terme, qui modifient la base monétaire en dehors des vœux internes, sont fonction des taux d'inflation anticipés et de l'accélération de la croissance économique à travers l'effet revenu et la variation des agrégats monétaires.

Pour qu'il y ait une zone monétaire optimale et qu'il n'y ait pas déséquilibre, il faut donc :

– une cohérence des politiques monétaires ;
– une homogénéité des taux de croissance ;
– une monnaie commune.

2. L'analyse en terme d'avantages-coûts : BEAN

Une seconde approche des unions monétaires consiste à évaluer les coûts et avantages qui résultent de l'entrée d'un pays dans une union monétaire (C.R. BEAN, 1992).

Les théories traditionnelles se sont bornées à montrer dans quelle mesure la variation du taux de change est inutile et efficace. Dans ces cas, la fixité ou la monnaie commune sont appropriées. Toutefois, ces analyses n'ont pas spécifié les avantages de la monnaie commune. Ce que va faire l'analyse en termes d'avantages-coûts qui se présente, selon ISHIYAMA (1975), comme une « approche alternative ». Son principal avantage est d'évaluer les bénéfices et les coûts d'une participation à une union monétaire.

Cette approche reconnaît à l'union monétaire trois séries d'avantages :

– l'amélioration de la valeur liquide de la monnaie ;
– l'élimination de la spéculation de change ;
– l'élimination des coûts de gestion des ressources extérieures.

Concernant le premier avantage, la monnaie commune élimine les coûts de conversion monétaire. Elle constitue la meilleure réserve de valeur et favorise une allocation efficace des ressources ainsi qu'une intégration économique.

Le second avantage vient de ce que la monnaie unique élimine les mouvements spéculatifs du fait de l'harmonisation des politiques économiques.

Quant au dernier avantage, il tient au fait que les participants à l'union monétaire sont libérés de l'obligation d'avoir des réserves extérieures pour les transactions internes à l'union à l'instar des régions d'un pays.

L'union monétaire comporte également des coûts. Nous en relevons quatre essentiellement :

1) La perte d'autonomie, qui signifie :
– l'abandon du pouvoir de modifier l'offre de monnaie nationale ;
– la réaction d'un marché de capitaux intégré ;
– la création d'une banque centrale supranationale.

2) L'union monétaire contraint la politique fiscale nationale qui perd son autonomie, alors qu'une politique fiscale expansionniste peut être un bon stimulant du revenu national et de l'emploi.
3) Si chaque pays a sa propre courbe de PHILLIPS, une monnaie commune peut aggraver cette relation. Et dans ce cas, le dilemme inflation-chômage peut disparaître et laisser la place à plus d'inflation et plus de chômage.
4) Avec une flexibilité possible des salaires et des prix à la baisse, les régions à croissance rapide attireront les capitaux par rapport aux régions à croissance faible.

3. La définition des conditions macro-économiques

La troisième approche des unions monétaires consiste à définir des conditions macro-économiques que doivent remplir les pays qui y adhèrent. On parlera notamment des similitudes des taux d'inflation, du degré d'intégration des politiques économiques et de la définition de certains critères macro-économiques.

A – La similitude des taux d'inflation (HABERLER, FLEMING)

HABERLER (1970), FLEMING (1971) et DE GRAUWE (1975) pensent que les déséquilibres de la balance des paiements tiennent souvent aux divergences de tendance des taux d'inflation nationaux. Ces différentiels d'inflation proviennent des différences de développement structurel, des différences dans l'agressivité commerciale et des différences dans les politiques monétaires nationales.

L'accent est mis sur les perturbations macro-économiques de l'offre et de la demande, les perturbations d'ordre micro-économique étant exclues.

La pertinence de ce critère dépend essentiellement :

- de l'importance du différentiel d'inflation et du différentiel de croissance comme sources de perturbations de la balance des paiements ;
- du degré « d'intraitabilité » de la divergence des coûts et des tendances inflationnistes entre nations.

Ce critère perd donc de son importance lorsque le différentiel d'inflation n'est pas un problème insoluble.

B – Le degré d'intégration des politiques économiques

HABERLER (1970), INGRAM (1969), TOWER et WILLET (1970) estiment que ce ne sont pas tellement les caractéristiques économiques qui sont importantes pour la formation d'une zone monétaire. C'est plutôt un degré de compatibilité entre les pays membres quant à leur attitude face à la croissance de l'inflation et face au chômage.

À titre d'exemple, un pays qui a un niveau de chômage faible et des pressions inflationnistes serait un mauvais partenaire pour un autre pays qui connaît un taux d'inflation bas et une forte croissance. MAGNIFICO (1972) en déduit qu'une zone monétaire est optimale lorsqu'elle comprend des régions ou des nations qui ont des propensions à l'inflation voisines.

C – Les critères macro-économiques : BOURGUINAT et KINDLEBERGER

Fondant leurs critiques sur le fait que les critères de MUNDELL, de McKINNON, d'INGRAM et de SCITOVSKY sont plus portés vers l'arbitrage changes fixes – changes flexibles, autrement dit beaucoup plus sur l'arbitrage union monétaire – autonomie que vers les conditions de réalisation d'une véritable union monétaire, BOURGUINAT et KINDLEBERGER ont fait d'autres propositions.

BOURGUINAT (1973) pense qu'il faut soumettre tout projet d'union monétaire à une sorte d'indicateur d'opportunité qui repose sur une double condition :

– la circulation d'un actif acceptable à l'intérieur de la zone ;
– la communauté ou tout au moins la proximité des préférences nationales en matière d'évolutions significatives (taux d'inflation, productivités, salaires réels, etc.).

Ce critère repose sur l'idée qu'en dehors d'un consensus entre les pays sur les déterminants essentiels de leur économie, tout processus de monnaie unique est quasiment impossible.

KINDLEBERGER (1986) retient quant à lui les critères suivants :

- l'intensité des échanges ;
- des préférences identiques (ou proches), aussi bien pour les biens et services qu'ils échangent que pour les biens collectifs eux-mêmes.

Les conditions nécessaires d'une union monétaire seraient donc, selon KINDLEBERGER, les critères traditionnels (mobilité des facteurs et ouverture des économies). La condition suffisante de l'union monétaire est l'existence d'un accord entre pays membres sur une ou quelques grandes préférences relatives aux objectifs-clés qui commandent leur avenir.

Les analyses de BOURGUINAT et KINDLEBERGER donnent un éclairage nouveau par rapport aux critères traditionnels ainsi qu'à celui de KENEN, dans la mesure où elles fixent les conditions d'optimalité. Cependant, elles n'épuisent pas la question des zones monétaires optimales, surtout au regard du fonctionnement actuel de quelques zones monétaires.

SECTION 2 : QUELQUES EXEMPLES D'INTÉGRATION MONÉTAIRE

Nous parlerons plus précisément du Système Monétaire Européen et de la zone franc.

1. Le système monétaire européen (S.M.E.) et son évolution

Les Européens ont toujours souhaité avoir entre eux une zone de plus grande stabilité. Rappelons que les limites de fluctuations de + ou – 1 % établies par les accords de Bretton Woods étaient réduites à + ou – 0,75 % entre les pays participant à l'Accord Monétaire Européen des Paiements (U.E.P.) de 1958.

Dès 1970, les États membres de la C.E.E. avaient cherché à établir entre eux des relations de change plus stables et c'est ainsi qu'ils avaient projeté de réduire progressivement la marge alors autorisée de 1,50 % (+ ou – 0,75 %) à 1,20 % (plan WARNER). Mais le flottement du mark, d'une part, la décision de NIXON de rendre le dollar inconvertible, d'autre part, ont empêché la réalisation de cet objectif. Et c'est alors qu'ils vont mettre en place le serpent monétaire.

A –Du serpent monétaire au S.M.E.

Après les accords de Washington, les marges de fluctuation entre les monnaies de la Communauté Européenne pouvaient atteindre jusqu'à 9 % (phénomène de cumul des marges). Aussi les six États de la C.E.E., après consultation des quatre pays qui devaient entrer dans la communauté le 1er janvier 1973 (Royaume-Uni, Irlande, Norvège, Danemark), créent-ils au printemps 1972 par les accords de Bruxelles-Bâles (mars-avril 1972), le serpent monétaire. Le serpent va évoluer tout d'abord à l'intérieur d'un tunnel plus grand, puis sortira du tunnel avant de disparaître totalement.

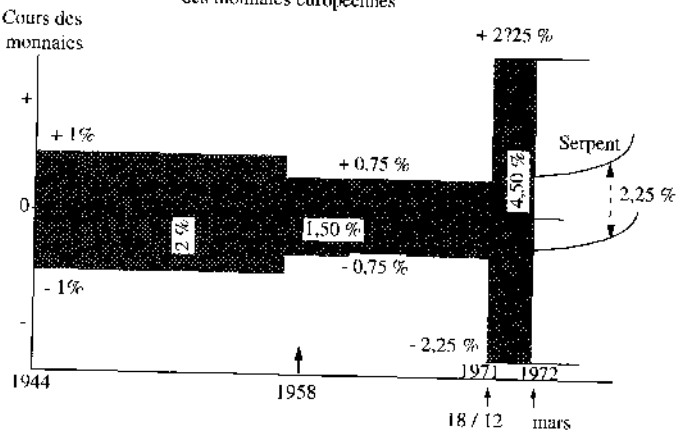
a1 – Le serpent dans le tunnel

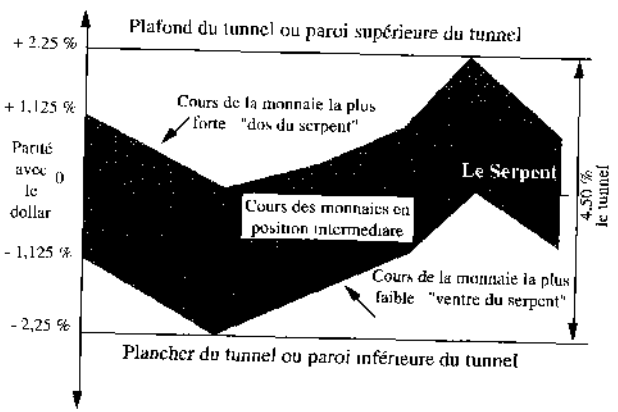
Par les accords de Bruxelles-Bâles, les pays membres décidèrent :

1) de retirer au dollar son rôle de monnaie de compte dans la C.E.E. La devise américaine est remplacée par l'Unité de Compte (U.C.) définie pour 1/35 d'once d'or fin ;
2) de réduire de moitié les marges de fluctuation entre les monnaies européennes. Ce qui signifie qu'au lieu des 4,5 % autorisés par les accords de Washington (tunnel), les fluctuations (écart instantané) entre les monnaies européennes ne pourront dépasser 2,25 % en tout. La presse économique utilise alors l'image du « serpent européen » évoluant à l'intérieur du « tunnel » plus large imposé à l'ensemble des monnaies occidentales.

La technique du serpent dans le tunnel est la définition d'une bande européenne de fluctuations plus étroites (+ ou – 1,125 %) qui serpente entre les limites d'une bande plus large (+ ou – 2,25 %) comme l'illustrent les deux schémas ci – dessous.

Evolution des marges de fluctuation
des monnaies européennes





a2 – Le serpent sort du tunnel

C'est la détérioration de la situation américaine qui va provoquer l'écroulement de l'édifice fragile construit depuis 1971. Les États-Unis d'Amérique ne parvenant pas à rééquilibrer leur balance extérieure, il va y avoir une nouvelle vague de spéculation et on en arrive à la dévaluation de 10 % du dollar dans la nuit du 12 au 13 février 1973. Ne pouvant plus défendre les nouvelles parités fixées unilatéralement par les États-Unis d'Amérique, la plupart des pays vont décider de laisser flotter leurs monnaies. Et le système mis en place à Washington en décembre 1971 s'écroule.

Face à cette situation, les Européens vont :

1) mettre en place, le 3 avril 1973, le Fonds Européen de Coopération Monétaire (FECOM), chargé de gérer le financement à très court terme des crédits nécessaires au maintien des monnaies à l'intérieur du Serpent et le soutien de crédits mutuels dans la limite d'un total de quotes-parts s'élevant à un milliard d'unités de compte ;
2) se mettre d'accord, aux négociations de Bruxelles (mars 1973), pour maintenir à partir du 19 mars le serpent (2,25 % d'écart instantané maximal entre les monnaies européennes) mais en laissant librement flotter ce serpent par rapport au dollar. Les banques centrales, qui avaient contracté la double obligation de maintenir leur monnaie dans le serpent et dans le tunnel, cessent d'intervenir pour soutenir le cours du dollar.

Le serpent n'est plus enfoncé dans le tunnel car le tunnel n'existe plus (à partir de 1973), le dollar flotte et il n'est plus question de parités des monnaies par rapport au dollar. On a alors dit que le serpent sortait du tunnel.

La lire, les livres britannique et irlandaise, trop faibles, sont autorisées à ne pas entrer dans le serpent, mais à flotter jusqu'au rétablissement des situations internes des trois pays.

Le mark, qui avait percé le dos du serpent, est réévalué de 3 % pour y revenir en mars 1973. Il sera réévalué de 5,5 % au mois de juin de la même année.

Le franc quitte le serpent le 19 janvier 1974 ; il y revient en juillet 1975 pour sortir de nouveau en mars 1976, laissant en vie ce qu'on a pu appeler un « mini serpent » qui a fait alors figure de « zone mark ».

Cette deuxième dévaluation du dollar et le flottement généralisé des monnaies qui s'ensuit, consacre l'effondrement définitif du système de Bretton Woods.

Ainsi, avec la défection de L'Angleterre et de l'Irlande en 1972, de l'Italie en 1973 et de la France en 1974 et 1976, le Serpent avait perdu tout caractère communautaire. Et c'est pourquoi le Conseil Européen, réuni à Bruxelles le 5 décembre 1978, a décidé de l'instauration du S.M.E. Ce système, qui devait entrer en vigueur le 1er janvier 1979, ne l'a été finalement que le 13 mars 1979, à cause du différend franco-allemand sur les montants compensatoires monétaires.

B – Le fonctionnement du S.M.E.

Nous allons tout d'abord présenter les objectifs et les mécanismes de fonctionnement du S.M.E. avant de faire, de manière succincte, un bilan d'étape.

b1 – Les objectifs du S.M.E.

Les principaux objectifs assignés au S.M.E. par ses fondateurs sont :

1) établir une zone de stabilité monétaire en Europe en imposant aux pays membres le maintien et éventuellement la défense d'un rapport de change fixe entre les devises européennes ;
2) être l'élément fondamental d'une stratégie de croissance dans la stabilité des changes ;
3) faciliter la convergence des taux d'inflation afin de donner une nouvelle impulsion au processus d'union européenne ;
4) avoir un effet stabilisateur sur les relations économiques et monétaires internationales.

Le S.M.E. repose sur trois piliers principaux :

– l'ÉCU ;
– le mécanisme de change et d'intervention ;
– le système de crédit.

Le premier pilier, l'ÉCU (European Currency Unity) a été défini par référence à l'Unité de Compte Européenne (U.C.E.) instituée en avril 1975 dans le cadre de la Convention de Lomé. Cette unité de compte est la somme de certaines quantités fixes de devises des pays de la C.E.E., déterminées en fonction de la part de chaque pays dans le P.I.B. et dans les échanges intracommunautaires. La révision de la composition de l'ÉCU intervient tous les cinq ans.

L'ECU est donc tout d'abord le numéraire du S.M.E. car défini comme un panier de monnaies. Il est ensuite l'embryon d'un actif de réserves, c'est-à-dire en vérité une sorte de compte de substitution.

Ainsi, en déposant au FECOM 20 % de leurs réserves en or et 20 % en devises, les États membres reçoivent en échange de ces avoirs les ECU émis par le FECOM qui serviront de moyen de paiement entre les autorités monétaires des États membres de la Communauté.

L'ÉCU comporte deux avantages :

1) il assure une protection contre le risque de change car les plus-values constatées sur l'or peuvent compenser les moins-values constatées sur le dollar ;
2) il offre une facilité de mobilisation de l'or des banques centrales des pays européens, alors que l'or ne circule plus entre les banques centrales de la zone F.M.I.

Le second pilier du S.M.E. est le mécanisme de change et d'intervention qui comporte deux éléments principaux :

– la grille des taux de change bilatéraux ;
– l'indicateur de divergence.

En ce qui concerne le premier élément, chaque État choisit une parité en ÉCU de sa monnaie nationale dont il est possible de déduire la valeur de l'ÉCU. Il s'agit du « taux pivot » ou « cours pivot » de chaque monnaie. Et pris deux à deux, les taux pivot déterminent une grille de taux de change bilatéraux.

Exemple : si l'ÉCU vaut 5,798 31 francs français et 2,51064 deutsche marks, le cours du deutschemark, « taux central bilatéral sera : 5,798 31/2,51064 = 2,30949 francs français.

S'agissant du second élément, chaque État doit maintenir et défendre les rapports de change bilatéraux. Et cette règle de fixité des taux est tempérée par l'existence de marges de fluctuations de part et d'autre des taux de change bilatéraux : + ou – 2,25 % avec une marge spéciale et temporaire de + ou – 3 % pour l'Italie. C'est également la marge autorisée pour la peseta (lors de son entrée le 19 juin 1989), pour la livre sterling qui participe au mécanisme de change du S.M.E. depuis le 8 octobre 1990 et pour l'escudo portugais qui a adhéré au S.M.E. en avril 1992. Ce plafond et ce plancher déterminent les cours d'intervention obligatoires.

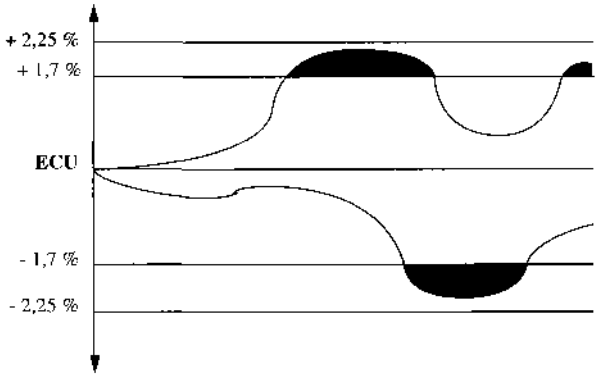
L'originalité du mécanisme d'intervention du S.M.E. est qu'il existe un indicateur de divergence (serpent à sonnettes) qui détecte la monnaie qui s'écarte de la moyenne communautaire que représente l'ÉCU. Cet indicateur se déclenche dès qu'une monnaie franchit son seuil de divergence, autrement dit dès que son cours aura varié de 3/4 (soit 1,70 %) par rapport à l'ÉCU (+ ou – 0,75 % de l'écart maximal de divergence).

L'écart de divergence maximal est égal à m (1 – p) avec :

m, la marge de fluctuation ;
p, la pondération de la devise dans l'ÉCU.

L'allumage du clignotant entraîne automatiquement l'adoption de mesures correctives, telles que :

1) les interventions diversifiées (achats et ventes de devises et particulièrement de dollars pour empêcher les hausses et les baisses de monnaies) ;



2) les mesures de politique monétaire intérieure ayant une incidence sur les mouvements de fonds et sur les fluctuations de taux de change (modification des taux d'intérêt) ;
3) la modification des taux-pivots, c'est-à-dire le réajustement des parités (dévaluation ou réévaluation au sein du système) ;
4) les mesures de politique économique.

Le troisième pilier du S.M.E. est le dispositif de crédit qui comporte quatre éléments :

1) le financement à très court terme (45 jours, renouvelable pour 3 mois) qui est plutôt un délai de règlement des banques centrales ;
2) le soutien monétaire à court terme qui va jusqu'à 9 mois et qui permet de mobiliser, entre les banques centrales, un montant maximum de 14 milliards d'ÉCU ;
3) le concours financier à moyen terme qui représente un potentiel de crédit de 11 milliards d'ÉCU ;
4) les emprunts communautaires à long terme, nés du premier choc pétrolier et émis par la Communauté au profit des États qui font face à des difficultés de balance des paiements provoqués par la hausse du prix du pétrole.

Les mécanismes du S.M.E. ne sont pas fondamentalement différents de ceux du serpent, hormis l'utilisation de l'ÉCU et la création de l'indicateur de divergence. Cependant, les volontés politiques semblent plus précises et plus fortes.

b2 – Le bilan du S.M.E.

Pour ce bilan, trois périodes retiennent l'attention :

1) *de 1979 à 1987* : au cours de cette période, le S.M.E. apparaît comme un mécanisme de stabilisation efficace dans la mesure où il a fortement contribué à la stabilisation des relations de changes des monnaies communautaires. Par ailleurs, il a bien fonctionné. En effet :

- les changements des taux-pivots ont été moins nombreux et ont été opérés sans qu'il y ait crise monétaire (les onze modifications des cours pivots de mars 1979 à janvier 1987 ont permis de corriger les différentiels d'inflation importants qui existaient lors de la mise en œuvre du système) ;
- l'indicateur de divergence, en dépit d'une certaine complexité due au régime spécial de l'Italie et de la Grande-Bretagne, a bien fonctionné ;
- l'ÉCU a été effectivement utilisé dans les interventions faites sur les marchés ;
- enfin, ce système a exercé, il faut bien l'avouer, un effet d'attraction sur certaines autres monnaies européennes qui se sont alors efforcées de mener une politique de taux de change en fonction du S.M.E. (franc Suisse, schilling autrichien).

Cependant, le S.M.E. ne semble pas avoir éliminé les sources potentielles d'instabilité. En l'occurrence, il n'a pas permis de mettre en place une véritable politique communautaire interne et externe. Sur le plan interne, les différences marquées de politique monétaire entre les pays membres sont apparues incompatibles avec le régime de changes fixes qu'entendait instituer le S.M.E. (les différentiels d'inflation ont été à l'origine des modifications des parités). Sur le plan externe, l'absence quasi-totale d'une politique commune vis-à-vis du dollar a soumis la situation monétaire de l'Europe au comportement de la devise américaine.

2) *de 1987 à 1993* : le S.M.E., qui a vécu sans réalignement des monnaies pendant cinq ans (entre 1987 et 1992), va connaître à partir de 1992 une période de turbulences avec le décrochage de la livre et de la lire en septembre 1992, ainsi que la dévaluation, le 13 mai 1993, de la peseta et de l'escudo (jeudi noir).

Rappelons la chronologie des faits :

- le 19 juin 1989 : la peseta adhère au mécanisme de change du S.M.E. avec une marge de fluctuation de 6 % ;
- le 5 janvier 1990 : la lire est dévaluée de 4 % et abandonne la marge de fluctuation élargie pour une marge plus étroite de 5 % ;
- le 8 octobre 1990 : la livre adhère au mécanisme de change avec une marge de 6 % ;
- le 6 avril 1992 : l'escudo portugais adhère au S.M.E avec une marge de 6 %.

En septembre 1992, il y a une succession de faits :

- le 13 septembre 1992 : dévaluation de la peseta de 8 %, de la lire de 7 % ;
- le 17 septembre 1992 : dévaluation de la peseta de 5 % ; la livre sterling et la lire italienne sortent du S.M.E.
- Le 19 novembre 1992 : la couronne suédoise quitte le S.M.E. ;
- le 21 novembre 1992 : dévaluation de la peseta et de l'escudo de 6 % ;
- le 30 janvier 1993 : dévaluation de la livre irlandaise de 10 % ;
- le 13 mai 1993 : dévaluation de la peseta de 8 % et de l'escudo de 6,5 %.

3) *à partir de 1993* : la crise du S.M.E., engagée en été 1993, a finalement débouché, le 2 août, sur un élargissement à 15 % des marges de fluctuation. La spéculation a donc réussi à imposer à l'opinion ce que les marchés exprimaient un an plus tôt. En fait, le S.M.E. ne disposait pas de règles assez robustes pour rendre compatibles le processus d'union monétaire et les conjonctures disparates des pays d'Europe.

Un système monétaire vaut aussi bien par ses mécanismes que par l'intérêt des participants à respecter les règles non écrites. Pour ce qui concerne le

S.M.E., la plus importante a été l'ancrage sur le mark allemand qui exigeait un objectif d'inflation ambitieux. Or, le choc provoqué par la réunification de l'Allemagne a détérioré cet ancrage et révélé des disparités économiques et des divergences d'objectifs. C'est pour cela essentiellement que le système a craqué.

Le S.M.E. à marges larges comporte des risques évidents de divergence. Cependant, les degrés de liberté qu'il offre donnent les moyens d'éliminer, à court terme, les tensions qui ont provoqué les crises de change. Tout le problème est de trouver le bon usage de ces degrés de liberté : il suffit pour les autorités de trouver une ligne de conduite capable de redonner un peu de croissance aux pays en récession. Elles doivent clairement faire de la stabilité des taux de change un objectif dans la perspective de l'U.E.M. et accompagner le redressement des conjonctures d'une redéfinition de la coopération monétaire.

C –Le S.M.E et la transition vers l'Union Économique et Monétaire

Le S.M.E. présentait les inconvénients d'un système de changes rigoureusement fixes sans les avantages tels qu'une meilleure circulation des capitaux et un alignement immédiat des taux d'intérêt. D'où l'initiative française d'un rapport sur l'Union Économique et Monétaire (U.E.M.) réalisé par un groupe d'experts présidé par M. Jacques DELORS.

Ce rapport, présenté en avril 1989 aux Chefs d'États et de gouvernement des pays de la C.E.E., préconise une unification progressive tout en demandant que, dès le départ, les pays négocient un nouveau traité et s'engagent à aller jusqu'au bout du processus (l'Union Monétaire).

Le rapport DELORS comporte deux grandes articulations :

1) le refus d'une monnaie parallèle ;
2) un plan en trois étapes.

Il propose d'aboutir à un système original d'organisation de la politique économique avec :

– une banque centrale autonome chargée de maintenir la stabilité des prix ;
– des gouvernements responsables de leurs politiques budgétaires.

c1 – Objectifs et avantages de l'U.E.M.

Le débat sur l'U.E.M. est centré sur une question : comment faire de l'Europe une entité économique plus forte et non la somme de composantes non coordonnées ?

Trois principales actions s'imposent à cet égard :

1) éliminer les obstacles aux échanges entre les pays européens ;
2) coordonner les politiques économiques et monétaires des pays membres ;
3) faire de la C.E.E. une zone à monnaie unique pour éliminer toutes les incertitudes quant au taux de change.

Ce qui suppose :

– la création d'une banque centrale commune autonome, chargée de maintenir la stabilité des prix et d'une monnaie unique ;
– une plus grande coordination des politiques budgétaires.

L'U.E.M. présente, selon ses partisans, plusieurs avantages économiques :

– l'élimination des risques de change ;
– la réduction des coûts de transaction ;
– l'heureux aboutissement de la discipline imposée par le mécanisme de change.

c2 – L'accord de Maastricht et ses prolongements

La conférence, qui a réuni les 9 et 10 décembre 1991 en Hollande, les 12 membres de la C.E.E., a abouti à Maastricht à la signature des traités :

– sur l'Union Économique et Monétaire (U.E.M.) ;
– sur l'Union Politique (U.P.).

Le processus de mise en œuvre de l'U.E.M. comporte trois phases :

- Première phase (1er juillet 1990 – 1er janvier 1994) : engagement des pays dans le processus d'UEM avec unification des marchés financiers. Le SME couvrirait l'ensemble des monnaies de la CEE. Les banques centrales seront rendues autonomes.
- Deuxième phase (1er janvier 1994 – 1er janvier 1999) : c'est une phase au cours de laquelle il est prévu un renforcement de la coordination par la création d'un institut monétaire européen, embryon de la future banque centrale européenne, dont le rôle est de préparer le passage à la troisième phase.
- Troisième phase (à partir du 1er janvier 1999) : elle dépend de la volonté et de la préparation des États membres. Les taux de changes seraient irrévocablement fixés. Il y aurait création d'une monnaie unique, gérée par la SEBC.

Le Conseil Européen, qui s'est tenu à Madrid les 15 et 16 décembre 1995, a adopté à l'unanimité le nom de la monnaie unique (euro) et confirmé le calendrier de passage à la nouvelle monnaie [1].

Le vendredi 13 décembre 1996, un pas décisif a été franchi vers la monnaie unique. Réunis à Dublin, les ministres des Finances des 15 ont signé le pacte « de stabilité et de croissance » qui fixe les règles de discipline budgétaire que devront observer les pays de la zone euro, après l'entrée en vigueur de la monnaie unique en janvier 1999 [2].

---

1. Ce calendrier a été arrêté comme suit :
- le 1er janvier 1999, avènement de l'euro avec la fixation irrévocable des taux de conversion des monnaies des pays participants entre elles et par rapport à l'euro ;
- le 1er janvier 2002, au plus tard, circulation des pièces et billets euro parallèlement aux monnaies nationales mais celles-ci devront être remplacées dans un délai de six mois.

2. L'accord porte sur trois textes :
- le statut juridique de l'euro qui explique que à partir du 1er janvier 1999, l'euro deviendra la seule monnaie légale des pays qui auront été qualifiés (en mars 1998) pour passer à la troisième phase de l'U.E.M. ;

Le passage à la troisième étape monétaire exige quatre critères :

1) le critère de stabilité des prix : le taux d'inflation ne doit pas dépasser de plus de 1,5 % la moyenne des trois meilleures performances des 12 ;
2) le caractère soutenable de la situation des finances publiques :

– le déficit budgétaire devra être inférieur à 3 % du PIB ;
– l'endettement public sera limité à 60 % de la richesse nationale.

3) le respect des marges normales de fluctuation prévues par le mécanisme de change du SMI pendant deux ans, sans dévaluation de la monnaie par rapport à celle d'autres pays ;
4) le caractère durable de la convergence atteinte par l'État et de sa participation au mécanisme de change du SMI. Les taux d'intérêt à long terme ne pourront excéder de plus de 2 % ceux pratiqués par les trois pays où les taux sont les plus bas.

La phase III du processus de mise en œuvre de l'U.E.M. débute donc le 1er janvier 1999 avec les onze pays admis lors du deuxième examen (2 mai 1998).

En fait, c'est le 25 mars 1998 que l'Institut Monétaire Européen (la banque centrale européenne) a recommandé aux chefs d'États et de gouvernement, de qualifier lors de leur réunion du 2 mai 1998, l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, l'Espagne, la Finlande, la France, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, le Portugal. Ces onze pays remplissent tous, peu ou prou, les critères de Maastricht.

– la mise en place, à partir du 1er janvier 1999, d'un nouveau S.M.E. entre la zone « euro » et les pays dits « pre-in » qui ne participeront pas encore à la monnaie unique, soit parce qu'ils ne remplissent pas les conditions, soit parce qu'ils auront préféré différer leur passage à la monnaie unique (Grande Bretagne, Danemark) ;
– le pacte de stabilité, dénommé « pacte de stabilité et de croissance », garde-fou contre la tentation de pratiquer une politique budgétaire laxiste dont le but est d'encadrer les politiques budgétaires des participants à l'euro.

Ainsi, les pays dont le déficit budgétaire dépasserait 3% du PIB se verront sanctionnés sauf s'ils peuvent prouver qu'ils sont victimes de récession sévère.

Quatre pays ne participent pas à l'euro : la Grande-Bretagne, le Danemark et la Suède, d'une part (par choix politique), la Grèce, d'autre part (faute de résultats suffisants).

L'euro est donc sur de bons rails, même si des écueils existent : la dette publique élevée de la Belgique et de l'Italie ; des politiques fiscales, sociales et budgétaires très différentes d'un pays à l'autre ; un budget européen au pouvoir de redistribution trop faible pour absorber ce qu'on appelle les « chocs asymétriques » ; bref, un espace économique insuffisamment homogène. Et c'est pourquoi l'I.M.E. (Institut Monétaire Européen) a insisté sur la nécessité de ramener graduellement à 1,5 % du PIB les déficits en 2001.

Tableau n° 4 : Le tableau d'honneur de l'Europe au 2 mai 1998

	Déficit public		Dette			Inflation	Taux d'intérêt 10 ans	Croissance	
	1997	1998	1997	1998	But	janv.98	1997	1997	1998
Belgique	– 2,1	– 1,7	122,2	118,1	2011	1,4	5,8	2,7	2,8
Danemark	+ 0,7	+ 1,1	65,1	59,5	1998	1,9	6,3	2,9	2,7
Allemagne	– 2,7	– 2,5	61,3	61,2	2001	1,4	5,6	2,2	2,6
Grèce	– 4,0	– 2,2	108,7	107,7	2007	5,2	9,9	3,5	3,8
Espagne	– 2,6	– 2,2	68,8	67,4	2003	1,8	6,4	3,4	3,6
France	– 3,0	– 2,9	58,0	58,1	-	1,2	5,6	2,4	3,0
Irlande	+ 0,9	+ 1,1	66,3	59,5	1998	1,2	6,3	10,0	8,7
Italie	– 2,7	– 2,5	121,6	118,1	2016	1,8	6,9	1,5	2,4
Luxembourg	+ 1,7	+ 1,0	6,7	7,1	-	1,4	5,6	4,1	4,4
Pays-Bas	– 1,4	– 1,6	72,1	70,0	2002	1,8	5,6	3,3	3,7
Autriche	– 2,5	– 2,2	66,1	64,7	2004	1,1	5,7	2,5	2,8
Portugal	– 2,5	– 2,2	62,0	60,0	1998	1,8	6,4	3,7	4,0
Finlande	– 0,9	+ 0,3	55,8	53,6	-	1,3	6,0	5,9	4,6
Suède	– 0,8	+ 0,5	76,6	74,1	2001	1,9	6,6	1,8	2,6
Royaume-Uni	– 1,9	– 0,6	53,4	52,3	2004	1,8	7,1	3,5	1,9

Quels sont les avantages de la monnaie unique ?
Les désordres monétaires récents ont au moins le mérite de trancher la question. Sur le plan strictement économique, les avantages de la monnaie unique l'emportent sur les inconvénients. En effet :
1) la monnaie unique permet de se protéger contre les chocs du dollar ;
2) la monnaie unique permet d'alléger fortement la contrainte extérieure ;
3) la monnaie unique donnerait à l'Europe l'arme du taux de change pour lutter contre ses concurrents (les USA et le Japon ont montré quel usage statistique ils savaient faire du dollar et du yen pour un objectif commercial ou réglage conjoncturel) ;
4) la monnaie unique apporterait aux entreprises européennes la stabilité (échanges commerciaux, gestion du risque, coûts de transaction) nécessaire pour une plus grande compétitivité.

2. LA ZONE FRANC

La zone franc est née formellement le 9 septembre 1939 lorsque, dans le cadre des mesures liées à la déclaration de guerre, un décret instaura une législation commune des changes pour l'ensemble des territoires appartenant à l'empire colonial français. Les structures actuelles de la zone franc sont donc le résultat des mutations politiques et économiques intervenues depuis 1939.

La zone franc comprend aujourd'hui, en dehors de la France métropolitaine, les territoires et départements d'Outre-mer, la Collectivité territoriale de Mayotte et la principauté de Monaco, quinze États indépendants dont quatorze États africains plus la République des Comores.

Les quatorze États africains appartiennent à deux zones monétaires distinctes et ont une monnaie commune, émise par deux banques centrales régionales. L'Union Économique et Monétaire Ouest-africaine (U.E.M.O.A.) comprend aujourd'hui huit pays : le Bénin, le Burkina-Faso, la Guinée-Bissau, le Mali, le Niger, le Sénégal et le Togo [3]. Ces pays sont membres de la Banque des

3. La Guinée-Bissau a adhéré à la zone franc le 2 mai 1997.

États de l'Afrique de l'Ouest (B.C.E.A.O.) qui émet le franc CFA (franc de la Communauté Financière Africaine).

L'Union Monétaire de l'Afrique Centrale (U.M.A.C.) compte six pays : le Cameroun, le Congo, le Gabon, la Guinée Équatoriale, la république Centrafricaine et le Tchad [4]. Ces pays sont membres de la Banque des États de l'Afrique Centrale (B.E.A.C.) qui émet le franc CFA (franc de la Coopération Financière en Afrique Centrale).

A –Les mécanismes de fonctionnement de la zone franc

La zone franc repose sur quatre principes fondateurs énoncés dès 1939.
1) la convertibilité à une parité connue et fixe des monnaies de la zone. L'avant-dernier aménagement des parités date de 1958. À cette date, les francs coloniaux furent remplacés par les francs CFA dont le cours a été fixé à 0,020 franc français. Depuis le 11 janvier 1994, il est fixé à 0,01 franc français.
2) la libre transférabilité des monnaies à l'intérieur de la zone ;
3) une réglementation des changes communes ;
4) la centralisation des réserves de change.
Le système de la zone franc repose également sur une structure institutionnelle fortement hiérarchisée. À cet égard, la zone franc est divisée en six zones dirigée chacune par une banque centrale :

– France et Monaco ;
– l'Afrique occidentale ;
– l'Afrique centrale ;
– les Comores ;
– les Dom Tom ;
– Mayotte.
Les banques centrales des Unions possèdent un statut ambigu : relativement indépendantes dans leur fonctionnement, elles maintiennent des mécanismes

4. La Guinée Équatoriale a adhéré à la zone franc en 1986.

de décision collégiale dans lesquels les positions de la France sont déterminantes pour le choix de la politique à mettre en œuvre. Les mécanismes de fonctionnement de la zone franc ont de ce fait les conséquences suivantes :

– la banque de France est le prêteur en dernier ressort de l'ensemble du système financier des pays membres ;
– le trésor français est théoriquement conduit à constater un déficit illimité sur les comptes d'opérations. A charge pour lui de déterminer la manière d'y remédier ;
– ce sont ces deux institutions françaises (banque de France et trésor français) qui possèdent la souveraineté monétaire effective de l'ensemble de la zone, les États membres étant dépourvus de ce pouvoir régalien ;
– le mécanisme du compte d'opérations permet de déconnecter la politique monétaire et la politique de crédit menée en France de celle appliquée dans le reste de la zone franc. Cependant, la politique économique des pays membres est fortement conditionnée par la politique monétaire et la politique de change menées en France.

Le système de la zone franc africaine a subi plusieurs réaménagements.

En 1959, les instituts d'émission de l'Afrique de l'Afrique Occidentale Française (A.O.F.) et de l'Afrique Équatoriale Française (A.E.F.) ont été remplacés par la Banque des États de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO) et la Banque Centrale de l'Afrique Équatoriale et du Cameroun (BCEAEC).

En 1972, la BCEAEC devient la Banque des États de l'Afrique Centrale (BEAC). Et par les réformes mises en œuvre en 1972 pour l'Afrique Centrale et 1973 pour l'Afrique de l'Ouest, 35 % des réserves sont directement gérées par les banques centrales.

B – Le bilan de la zone franc

Il faut dire que la zone franc fait l'objet d'un vieux débat qui n'a cessé de prendre des aspects nouveaux entre économies favorables à ce système et ceux qui lui sont hostiles.

Les économistes favorables au système monétaire de la zone franc reposent leur argumentation sur les faits suivants :

1) la garantie monétaire, qui permet l'afflux des capitaux. À cet effet, la permanence de la zone franc et la relative stabilité qui la caractérise contrastent avec l'instabilité économique et politique du continent africain ;
2) la rigueur de la politique monétaire qui limite des risques d'inflation et maintient l'équilibre de la balance extérieure ;
3) la crédibilité dont jouit le franc CFA grâce à la zone franc, qui donne aux pays membres des possibilités d'endettement plus grandes pour promouvoir leur développement économique ;
4) la zone franc a permis d'éviter comme dans les pays anglophones la balkanisation monétaire. Elle se présente à cet égard comme ayant favorisé le développement du commerce inter-africain.

Les économistes hostiles à ce système lui reprochent d'être fondamentalement un vestige de la colonisation. Ils dénoncent notamment :

1) la domination et l'extraversion des économies membres, du fait que la France exerce un haut degré de contrôle sur ces économies ;
2) le développement de l'esprit de facilité, peu compatible avec celui qu'exige un véritable développement ;
3) la fuite des capitaux que permet la zone franc par le principe de la libre transférabilité et la transmission des variations de prix de la France vers les pays membres ;
4) les conséquences néfastes de la liaison directe entre le franc CFA et le franc français sur le marché des changes.

Le bilan de la zone franc est aujourd'hui contrasté. D'une manière générale, les rapports privilégiés de la France avec les pays africains de la zone franc confèrent à celle-ci un avantage en termes de débouchés. En contrepartie, elle assure le risque associé à la garantie illimitée de couverture des éventuels déficits…

On peut cependant relever, pour ce qui concerne le mécanisme de change et le système bancaire, que :

1) La discipline monétaire a permis à la BEAC et à la BCEAO de disposer d'un solde excédentaire au compte d'opérations jusqu'à la décennie 80 (8,9 % en 1969 et 1 % en 1980). Depuis cette date, les comptes sont tendanciellement déficitaires.
2) L'existence d'un système monétaire stable et unifié n'a pas permis l'émergence d'un système bancaire et financier important et efficace dans les pays africains de la zone franc. Les réseaux bancaires qui s'y sont constitués sont restés embryonnaires et fortement dépendantes des banques de l'ancienne métropole à l'origine de leur création.
3) La prééminence de la monnaie fiduciaire (de l'ordre de 30 % de la masse monétaire) témoigne du faible rôle des systèmes bancaires de ces pays.

S'agissant de la croissance et du développement, on retiendra que :

– jusqu'en 1981, les pays africains de la zone franc ont enregistré une croissance plus importante que celle des autres pays africains (4,2 % en moyenne annuelle entre 62 et 81 contre 3,7 % pour les autres pays d'Afrique) ;
– depuis 1981, la crise de la dette et la baisse des cours des matières premières ont perturbé cette évolution ;
– les pays africains de la zone franc ont su éviter une inflation endémique et ceci grâce au maintien de la parité.

C –L'avenir de la zone franc

L'option choisie à court terme par les autorités françaises et africaines est le rattachement du franc CFA à l'euro dès janvier 1999 [5]. Cet arrimage du franc

5. Cette option a été confirmée par la Commission européenne qui a proposé, le 6 juillet 1998, au Conseil européen d'autoriser le Trésor français à continuer à garantir la convertibilité à parité fixe des francs CFA et comorien lors du passage à l'euro. L'engagement du trésor français n'entraînera aucune obligation pour la banque de France et les autorités françaises devront simplement tenir la Commission européenne et le Comité économique et financier informés des conditions de mise en œuvre de ces engagements. Depuis le jeudi 31 décembre 1998 à 11h30, 1 euro = 6,55957 FF (donc 655,957 FCFA).

CFA à l'euro, qui consacre l'avènement de la zone euro, présente pour les pays africains membres de la zone franc plusieurs avantages :

1) une plus grande stabilité de leur monnaie, le franc CFA (désormais liée à l'euro), en raison de la limitation du risque de change ;
2) la possibilité de diversifier davantage leurs partenaires commerciaux et de privilégier, par la même occasion, l'aide multilatérale au détriment de l'aide bilatérale souvent liée ;
3) une plus grande facilité de mobilisation des ressources. L'appartenance commune à une zone euro peut être l'élément moteur d'une politique de relance des investissements étrangers dans le cadre des projets régionaux ;
4) une possibilité d'intégration accrue par la coordination des politiques économiques.

Certains inconvénients sont à prévoir :
1) des contraintes plus fortes pour les pays membres en matière de gestion monétaire, d'équilibre budgétaire et d'équilibre extérieur. Ce qui suppose des performances économiques en terme de croissance, d'inflation et de déficit public conformes aux exigences européennes.
2) La crainte que le passage à l'euro serve de prétexte à une nouvelle dévaluation du franc CFA. Même si, pour de nombreux économistes, les données macro-économiques de la zone ne la justifient pas pour l'instant, il reste que le mode de gestion actuel des économies africaines incline à admettre l'inéluctabilité d'un réajustement de la parité du franc CFA.

L'arrimage du franc CFA à l'euro pose, dans tous les cas, le problème de l'avenir d'une telle zone de coopération monétaire, construite cette fois à partir des bases réglementaires différentes de celles qui ont présidé à la création de la zone franc. En effet, la transition douce de la zone franc vers la zone euro ne réglera pas seule, il faut bien s'en convaincre, le problème de fond qui est celui du développement de l'Afrique. Elle pose par ailleurs le problème de l'adhésion d'autres pays africains (non membres de la zone franc) qui, pour la plupart, effectuent une grande partie de leur commerce avec les pays de l'Union Européenne.

C'est dire que la réussite d'une telle zone dépend tout d'abord de la volonté des pays qui y adhèrent, car il ne s'agit pas ici d'un simple changement de référence. La nouvelle zone devra nécessairement conjuguer rigueur et souplesse en garantissant certes un taux de change fixe du franc CFA en euro, mais sans totalement exclure la possibilité de modifier la parité entre le franc CFA (ou les monnaies africaines) et la monnaie unique européenne. Le problème reste donc entier ou presque, d'autant que les enjeux ne sont pas les mêmes.

Dans la configuration actuelle des économies africaines, tout ou presque peut arriver : de l'implosion de la zone euro au réaménagement des accords en passant par le renforcement des liens existants. Dans tous les cas, quatre scénarios sont envisageables au-delà de 2002 [6] :
– scénario 1 : l'éclatement de la zone euro et la création d'une monnaie nationale dans chaque ancien pays membre ;
– scénario 2 : l'éclatement de la zone franc au profit de regroupements plus étroits, l'Union Économique et Monétaire en Afrique Centrale (C.E.M.A.C), ou de la création d'une monnaie autonome dans chacun des regroupements ;
– scénario 3 : la disparition de la zone franc au profit d'une zone rand dirigée par l'Afrique du Sud et/ou d'une zone naïra dirigée par le Nigeria ;
– scénario 4 : l'élargissement de la zone euro à d'autres pays (ne faisant pas partie de la zone franc).

6. C'est le 1er juillet 2002 que les billets en francs, en marks ou en lires disparaîtront de la scène. Entre le lundi 4 janvier 1999, date à laquelle la monnaie européenne va être cotée pour la première fois sur les marchés et le 1er juillet 2002, trois ans et demi se seront écoulés. Et chaque pays, on continuera à s'exprimer dans sa propre devise nationale. C'est donc un système intermédiaire qui prévaudra. Or, tout système intermédiaire est vulnérable car soumis à des crises spéculatives récurrentes, comme on a eu à le constater en 1992 et en 1993 dans le système monétaire européen. Pour s'imposer durablement, l'euro devra être accepté. Ce qui suppose qu'on laisse les gouvernants œuvrer pour que la monnaie unique finisse par s'imposer davantage par ses succès avérés que par ses contraintes supposées.

Les scénarios 1 et 2 sont des scénarios pessimistes. Ils découleraient d'une détérioration de la situation économique et financière de la zone euro africaine. Il s'ensuivrait inévitablement une nouvelle dévaluation du franc CFA.

Les disparités dans des performances économiques des États membres amèneraient à rejeter cette fois-ci, l'option d'un taux de dévaluation unique. Dès lors, les velléités jusque-là contenues de certains États (ou groupes d'États) à se désolidariser des autres membres de la zone s'affirmeraient ouvertement et conduiraient à l'éclatement de la zone euro. Ce qui débouchera sur la création, soit d'une monnaie nationale dans chaque pays, soit d'une monnaie sous-régionale pour chaque regroupement.

Dans le scénario 1, l'adoption par chaque État d'une monnaie autonome conduirait sans doute à la faillite. Aucune économie subsaharienne n'a des ressources suffisamment stables pour soutenir une monnaie capable de faire face aux nouveaux enjeux qui se dessinent à l'horizon à l'heure de la mondialisation des économies. L'adoption d'une monnaie propre entraînerait dans chacun de ces pays :
– une politique monétaire trop restrictive qui risquerait de bloquer la croissance ;
– une perte de crédibilité et de convertibilité de la monnaie qui ne garantirait plus l'arrivée des capitaux étrangers nécessaires au développement ;
– la réduction des échanges entre pays africains.

Dans le scénario 2, des regroupements sous-régionaux du type U.E.M.O.A., C.E.M.A.C. n'auraient sans doute pas une meilleure efficacité. Il est à redouter que les difficultés soient plus grandes au moment où le concours de la France fera précisément défaut. Ces regroupements pourraient alors donner lieu à des effets pervers cumulatifs.

Dans le scénario 3, la zone euro disparaîtrait au profit d'une zone rand dirigée par l'Afrique du Sud et/ou d'une zone naira dirigée par le Nigeria. Les économies subsahariennes si faibles ne pourront longtemps y résister. Ce scénario, qui suppose une meilleure prise de responsabilité des Africains, permet du reste de passer à une phase plus avancée du processus d'intégration. Il procède d'une

action conjuguée des institutions internationales (F.M.I., Banque Mondiale) et des Africains eux-mêmes, en vue de faire échec à la logique de rente.

Le scénario 4 traduit une évolution favorable de la zone euro. Cette évolution pourrait se faire en trois étapes :
– première étape : mise en place d'une « zone de changes » en vue d'un alignement des monnaies africaines sur l'euro qui servirait de monnaie de facturation ;
– seconde étape : adoption d'un régime unifié de contrôle de changes vis-à-vis des pays tiers ;
– troisième étape : mise en commun des réserves et création de trois banques centrales dans les trois sous-régions (Afrique de l'Ouest, Afrique Centrale et Afrique Australe).

L'élargissement de la zone euro sera, pour les pays qui définissent leur monnaie par rapport aux dollars américains et australiens, au rand sud-africain, au DTS ou à un panier ad hoc, certainement plus qu'un changement de référence. Car, le taux de change ne serait pas, ainsi que nous l'avons indiqué plus haut, forcément le même pour tous les pays. On pourrait à cette occasion déterminer un taux de change par région (Afrique de l'Ouest, Afrique Centrale et Australe) afin de mieux coordonner les politiques de développement. On pourrait par ailleurs envisager l'usage des parités glissantes (système crémaillère). Ainsi, les taux de change des monnaies africaines seraient périodiquement réajustés, soit en fonction du montant des réserves de chaque pays, soit par rapport aux différentiels d'inflation.

La réalisation de ce scénario exige des pays africains membres de la zone euro une discipline plus stricte.

À cet égard, il faut éviter que les pays qui sont incapables de se conformer aux règles édictées ne soient tentés de quitter la zone. Deux solutions sont dans ce cas envisageables :
1) la crédibilité de la zone euro, qui seule pourrait dissuader les pays membres d'en sortir, en raison précisément des avantages que confèrent la stabilité des prix et la convertibilité totale de leur monnaie ;

2) l'octroi des ressources internationales en fonction des performances économiques des pays membres de la zone.

De cette façon, on arriverait à une situation telle que les pays qui s'estiment bridés du fait de leur appartenance à la zone euro comprennent qu'ils feront face aux mêmes contraintes s'ils la quittent.

Conclusion générale

Nous avons pu nous rendre compte des progrès impressionnants accomplis ces dernières années par l'économie monétaire internationale.

Certes, la période actuelle est particulièrement préoccupante. Elle est caractérisée par une avancée de la pauvreté dans le Tiers-Monde. Ce qui amène à s'interroger sur la manière de transférer les énormes surplus d'épargne d'un groupe de pays à un autre afin d'éradiquer sinon de réduire ce fléau.

De plus, le « système monétaire international » qui en fait est un « non système monétaire » depuis 1976, n'est pas parvenu à une maîtrise des principales variables de contrôle, tant la globalisation des marchés, la volatilité des capitaux, le désordre des marchés financiers ont contribué à rendre la situation plus difficile encore.

La marche vers l'Union Économique et Monétaire (U.E.M.), qui implique pour les pays européens l'adoption d'une politique monétaire commune, accorde un rôle accru aux politiques budgétaires nationales et nécessite le renforcement des politiques régionales.

La contrainte extérieure des pays en développement, qui reflète à la fois un déséquilibre entre l'investissement et l'épargne et une pénurie de devises aggravée par la crise de l'endettement, a conduit à l'avènement d'une nouvelle option centrée sur la libéralisation progressive de ces économies et sur un démantèlement partiel du secteur public, sous l'instigation des institutions de Bretton Woods.

Ces différents problèmes appellent deux questions essentielles :

1) La globalisation des marchés et le mode de transmission de l'information financière en temps réel n'accroissent-ils pas la probabilité de désordre ?

2) Face à une finance de plus en plus mondialisée, globalisée, dont il est essentiel de sauvegarder l'efficacité pour assurer la circulation de l'épargne, ne convient-il pas d'assurer un contrôle minimum (réglementation) à partir des principes définis au niveau national ?

En fait, la place croissante des nouveaux instruments financiers engendre un renouvellement de la théorie financière internationale pure. Ce d'autant plus que l'importance de la dette accumulée à l'intérieur comme entre les nations nécessite des réflexions centrées sur les propagations internationales des crises financières et sur les stratégies de réduction de la dette.

Tels sont les multiples problèmes auxquels le présent ouvrage a tenté d'apporter des éclairages synthétiques.

Bibliographie

I – OUVRAGES

ALLEN P. R. et KENE P. B., « Assets Markets, Exchange Rates and Economics Integration : A. Synthesies », Cambridge University Press, 1980.

BAILLIE R. et Mc MAHON P., « Le marché des changes », Éditions ESKA, 1977.

BERTRAND R., « Économie financière internationale », PUF, 1971.

BOURGUINAT H., « Le flottement des monnaies », PUF, 1977.

BOURGUINAT H., « Finance internationale », Thémis, 1992.

BRANSON W. H., FRENKEL J. A., GOLDSTEIN M., « International Policy Coordination and Exchange Rate Fluctuations », The University of Chicago Press, 1990.

BÜRGENMEIER B., « Analyse et politique économique », 2e édition, Economica, 1985.

BUZELAY A., « Intégration et désintégration européennes », Economica, 1996.

BYE M. et DE BERNIS D., « Relations économiques internationales », Dalloz, 1977.

CAVES R. E. et JONES P. W., « Économie internationale II, Les Finances », A. COLIN, 1981.

COULBOIS P., « Finance internationale, le change », Cujas. 1979.

COUSSY J. et HUGON P., « Intégration régionale et ajustement structurel en Afrique subsaharienne », Ministère de la Coopération et du développement, 1991.

DE GRAUWE P., « The Economics of Monetary Integration », Oxford University Press, 1994.

DESNEUF P., « Le multiplicateur », Repères Mame, Paris, 1973.

DORNBUSCH R., « Open Economic Macroeconomics », New York, 1980.

F.M.I., « Manuel de la balance des paiements », 5e édition, 1993.

GAUTHIER F., « Relations économiques internationales », 2e édition, Presses de l'Université LAVAL, 1992.

GIRARDIN H., « Finance internationale, l'état actuel de la théorie », Economica, 1992.

GRJEBINE A., « La nouvelle économie internationale », PUF, 1982.

GUILLAUMONT P. et S., « Zone franc et développement africain », Economica, 1985.

GUILLAUMONT P. et S., « Stratégie de développement comparé, zone franc et hors zone franc, », Economica, 1988.

KŒNIG G., « Macro-économie Internationale », Economica, 1997.

KRUGMAN P. R. et OBSTELD M., « Économie Internationale », DE BOECK, Bruxelles, 1992.

LEVIN J. H., « Dévaluation, the J-curve and Flexible Exchange Rates », Manchester School, 1980.

LINDERT P. et PUGEL T., « Économie Internationale », 10e édition, Economica, 1996.

MARCY G., « Économie internationale », PUF, Paris, 1964.

MC KINNON R. I., « Monnaie et finance dans l'échange international », Bonnel édition, 1982.

MUCCHIELLEI J. L. et VELIMENE F., « Mondialisation et régionalisation, un défi pour l'Europe », Economica, 1993.

MUNDELL R., « International Economics », The mac Millan Company, 1968.

NEME C., « Économie internationale », LITEC, 1991.

NIEMANS J., « International Monetary Economics », The Jones Hopkins University Press, 1966.

OHLIN B., « La politique du commerce extérieur », Dunod, 1955.

PASCALLON P., « Le système monétaire international », Les éditions de l'épargne, 1982.

RONDENET M., « L'expérience contemporaine des changes flottants », PUF, 1980.

RUDLOFF M., « Économie Monétaire Internationale », Cujas, 1970.

SALIN P., « Économie internationale, Économie financière », tome 1, Armand Colin, Paris, 1974.

SAMUELSON A., « Économie monétaire internationale », Dalloz, 1986.

SANDRETTO R., « Zone franc, du franc CFA à la monnaie unique européenne », Éditions de l'épargne, 1994.

SEMEDO G. ET VILLIEU P., « La zone franc, mécanismes et perspectives macro-économiques », Ellipses, 1997.

SIMON Y., « Techniques financières internationales », Economica, 1986.

SIMON Y., « Marché des changes et gestion du risque de change », Dalloz, 1995.

STEMITSIOTIS., « Taux de change de référence et Système Monétaire International », Economica, 1992.

VEDEL C., « Théorie monétaire internationale », Economica, 1995.

II – ARTICLES

ALPHANDERY E., « Choix entre la politique monétaire et la manipulation du taux de change pour rétablir l'emploi et l'équilibre de la balance des paiements », Revue Économique, novembre 1974, p. 1004.

ARTUS J.H., « Fixed And Flexible Exchange Rates, A Renewal of Debate », IMF, Staff Papers, 1.

BEAN C. R., « Economic and Monetary Union in Europe », Journal of Economic Perspectives, vol 6, n° 4, 1992, pp. 3-51.

BENASSY A., « Comment se fixent les taux de change ? Un bilan », Économie et Prévision, n° 107, 1993.

BENASSY, BALASSA B., « The Purchasing Power Parity Doctrine : A Reappraisal, Journal of Political Economy.

BILSON J.F.O., « Recent Developments in Monetary Models of Exchange Rate Determination », IMF, Staff Papers, 1979, vol 26, pp. 201-223.

BOYER R. S., « Dévaluation and Portfolio Balance », A.E.R., 1977, n° 67 (2), pp. 1161-1176.

CAHIN A., « Approche monétaire et approche financière de la balance des paiements », Économie et Sociétés, n° 869, août-septembre 1978, pp. 1615-1645.

CAPROEN F., STERDYNIAK H., VILLA P., « Indépendance des banques centrales, politique monétaire et budgétaire : une approche stratégique », revue de l'OFCE, n° 50, 1994, pp. 65-102.

DE MELO J., MONTENEGRO C., PANAGARIYA A., « L'intégration régionale hier et aujourd'hui », Revue d'Économie du développement, 1993/3, pp. 7-49.

DORNBUSCH R., « Exchange Rates and The Current Account », A.E.R., n° 70 (5), 1980, pp. 760-971.

DRISKILL R. A., « Exchange Rates Dynamics, Portfolio Balance and Relative Prices », A.E.R. n° 70 (4) 1980, pp. 776-783.

FRENKEL J.A., RAZIN A., « The MUNDELL – FLEMING Model : A Quarter Century Later », IMF, Staff Papers,1987, pp. 567-620.

ISHIYAMA Y., « The Theory of Optimum Currency Area : A Survey », Staff Papers, n° 22, 1975, pp. 344-383.

MUNDELL R., « The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policies for Internal and External Stability », IMF Staff Papers, Vol. IX, mars 1962, pp. 70-79.

NARASSIGUIN P., « La problématique de la monnaie unique et son application au cas de l'Europe », revue d'Économie Politique, vol. 102, n° 6, 1992, pp. 799-842.

ONDO OSSA A., « Changes Flottants et développement dans les pays de l'Afrique Centrale : le cas du Cameroun, du Congo et du Gabon », Économie et Gestion, n° 1, mars 1989.

ONDO OSSA A., « Taux de change du franc CFA et construction européenne », Mondes en développement, Tome 20, n° 77/78, 1982.

ONDO OSSA A., TCHIBUABUA LAPIQUONNE, « Faut-il réformer la zone franc ? », Le mois en Afrique, n° 215-216, déc-jan, 1984, p. 59.

PLIHON D., « Réflexions sur les régimes et les politiques de change, le cas de la construction monétaire européenne », Économie Appliquée, n° 3 1996, pp. 95-122.

RAINELLE M., « La loi du prix unique et théorie de la parité des pouvoirs d'achat : un retour à CASSEL, A. AFTALION et J. VINER ». Revue d'Économie politique, n° 1, 1986, pp. 25-38.

STEIN JL., « Real Exchange Rates and Current Account: the Implications of Economic Science for Policy Decisions », Économie appliquée, 1996, pp. 49-94.

Table des matières

Pages

INTRODUCTION GÉNÉRALE : LA MONNAIE ET L'ÉCHANGE INTERNATIONAL 1

PREMIÈRE PARTIE : LA BALANCE DES PAIEMENTS ET LES OPÉRATIONS DE CHANGE 5

CHAPITRE 1 : LA BALANCE DES PAIEMENTS 7

Section 1 : Définition de la balance des paiements 8
1. L'enregistrement des opérations 8
2. Les transactions 9
3. Le résident 9

Section 2 : Étude comptable de la balance des paiements 9
1. Le passage des écritures 10
2. La présentation analytique de la balance des paiements ... 13
   A – La balance des opérations courantes 15
   B – La balance des capitaux 16
3. Les apports du cinquième manuel du F.M.I. 18
   A – Les objectifs du cinquième manuel du F.M.I. 19
   B – Structure et classification des opérations 20

Section 3 : Étude économique de la balance des paiements 30
1. La balance des paiements comme reflet de la conjoncture . 31
2. La balance des paiements comme reflet du niveau de développement 32

3. L'analyse des principaux soldes de la balance des paiements . 33
A – Le solde courant 33
B – Le solde de base 38
C – Le solde global ou solde
de la balance des liquidités 39
D – Le solde de la balance des règlements officiels . . . 40

**Section 4 : L'appréciation globale
de la balance des paiements** 42
1. Peut-on parler d'équilibre de la balance des paiements ? . . 42
2. Quand la balance des paiements
peut-elle être favorable ? 42

CHAPITRE 2 : LES OPÉRATIONS DE CHANGE 43

Section 1 : Le taux de change 43
1. Les cours de change bilatéraux 43
2. Le taux de change effectif (ou multilatéral) 44
3. Le taux de change d'équilibre 44

Section 2 : Le marché de change 45
1. Les participants 45
2. Les actifs négociés 46
3. Organisation et fonctionnement
du marché de change au comptant 47
4. Organisation et fonctionnement
du marché de change à terme 49

Section 2 : La gestion du risque de change 51
1. Sur le marché interbancaire 53
2. Sur le marché des contrats à terme 53
3. Sur le marché des swaps de devises 53
4. Sur le marché des options de devises 54

Section 3 : Les déterminants du taux de change 54
1. La théorie de la parité des pouvoirs d'achat 55
A – Enoncé de la théorie de la parité des pouvoirs d'achat (PPA) 55
B – Interprétation économique de la théorie de la parité des pouvoirs d'achat (PPA) 57
C – Controverses et critiques 58
2. La théorie de la parité des taux d'intérêt 60
3. Les phénomènes de surréaction 62
4. La spéculation 62

DEUXIÈME PARTIE : L'ÉQUILIBRE DES OPÉRATIONS COURANTES 67

CHAPITRE 1 : L'ÉQUILIBRE PAR LES PRIX INTERNATIONAUX 69

Section 1 : La formation des prix internationaux 69
1. La formation du prix d'un produit : les 4 courbes d'offre et de demande 70
2. Le cas de deux biens : les 8 courbes d'offre et de demande nationales 71

Section 2 : La variation des prix internationaux 74
1. Les variations des prix intérieurs 74
A – Le cas de l'étalon-or 74
B – Le cas de l'étalon de change-or 75
2. Les variations du taux de change : présentation des effets normaux et pervers 76
A – Le théorème général des élasticités critiques 81
a1 – La démonstration de DAY 84
a2 – L'analyse des résultats 87
B – Controverse sur les élasticités 90

b1 – La variation du change,
quelle efficacité aujourd'hui ? 92
b2 – Variations de change et
pays sous-développés 95

Section 3 : Prix internationaux et termes de l'échange 98
1. Les différents concepts des termes de l'échange 99
A – Termes de l'échange des marchandises
et termes de l'échanges factoriels 99
B – Termes de l'échange nets et termes
de l'échange bruts 100
C – Termes de l'échange de position
et termes de l'échange d'évolution 102
2. Les facteurs qui agissent sur les termes de l'échange 102

CHAPITRE 2 : L'ÉQUILIBRE PAR LES VARIATIONS DU REVENU GLOBAL 105

Section 1 : L'équilibre macroéconomique en économie ouverte 105
1. Rappel des équations fondamentales 106
2. Les fonctions d'importation et d'exportation 108
3. Représentation graphique de l'équilibre 111

Section 2 : Le multiplicateur du commerce extérieur 113
1. La formule générale du multiplicateur
du commerce extérieur 113
2. La multiplicité des multiplicateurs 116
A – Le multiplicateur horizontal 117
B – Le multiplicateur vertical 118
3. Incidence réelle du multiplicateur d'exportation 121
A – L'effet « boomerang » 122
B – Le multiplicateur en partie double 124

Section 3 : Le multiplicateur d'investissement 127
1. La formulation du multiplicateur d'investissement 127
2. La portée du multiplicateur d'investissement 130

TROISIÈME PARTIE : L'ÉQUILIBRE DES OPÉRATIONS EN CAPITAL ET DES MOUVEMENTS FINANCIERS 131

CHAPITRE 1 : LES MOUVEMENTS INTERNATIONAUX DE CAPITAUX 133

Section 1 : La morphologie des mouvements internationaux de capitaux 133
1. Les mouvements de capitaux à court terme 133
A – La nature des mouvements de capitaux à court terme 134
B – Les nouvelles formes des mouvements de capitaux à court terme : les euro-dollars 134
b1 – Origine et nature du marché des euro-dollars 135
b2 – Les agents économiques concernés 136
C – L'impact du marché des euro-monnaies 137
2. Les mouvements de capitaux à long terme 139
A – Les investissements de portefeuille 139
B – Les investissements directs 140

Section 2 : Les déterminants des mouvements internationaux de capitaux 142
1. L'approche par le marché de change 144
2. L'approche macroéconomique 145

Section 3 : Mouvements internationaux de capitaux et entraînement de croissance 147
1. Les phases de la croissance transmise par les mouvements de capitaux 148

2. Les automatismes de passage d'une phase à une autre 150
A – L'automatisme de la répartition optimales des capitaux dans le monde 150
B – L'automatisme de la croissance optimale du produit et de l'épargne 152
C – L'automatisme de l'adaptation des balances commerciales 153

CHAPITRE 2 : RÉGIMES DE CHANGE ET ORGANISATION FINANCIÈRE INTERNATIONALE 155

Section 1 : Les régimes de change 155
1. Le système de l'étalon-or 155
2. Le système de l'étalon de change-or 158
3. Le système de l'étalon devise 159

Section 2 : L'évolution du Système Monétaire International ... 160
1. Les accords de Bretton Woods 160
2. Les accords de Washington : la création du tunnel 163
3. Les accords de la Jamaïque : un non-système monétaire 164

Section 3 : Le F.M.I. et l'organisation financière internationale 165
1. L'organisation du F.M.I. 166
A – Les objectifs du F.M.I. 166
B – Les opérations du F.M.I. 169
2. Le droit de tirage spécial, embryon d'une monnaie internationale 174
A – Nature et définition du D.T.S. 175
B – Le rôle du D.T.S. 177
C – Le D.T.S. peut-il devenir le principal instrument de réserve du système monétaire international ? 178

QUATRIÈME PARTIE : L'AJUSTEMENT INTERNATIONAL 181

CHAPITRE 1 : LE RÉÉQUILIBRAGE DE LA BALANCE DES PAIEMENTS 183

Section 1 : L'optique des élasticités 183
1. Les effets attendus de la dévaluation 184
2. Les conditions de réussite d'une dévaluation 185

Section 2 : L'optique de l'absorption 186
1. Les fondements de l'approche de l'absorption : l'analyse d'ALEXANDER 186
2. Les effets de l'approche de l'absorption 187
   A – L'effet revenu 188
   B – L'effet prix 189
3. Les prolongements de l'approche de l'absorption : l'apport de Harry JOHNSON 190

Section 3 : L'optique monétaire 191
1. Le cadre d'analyse 192
2. Les conséquences de l'approche monétaire de la balance des paiements 194

CHAPITRE 2 : L'INTÉGRATION MONÉTAIRE 195

Section 1 : Les théories des zones monétaires optimales 195
1. L'analyse de MUNDELL et ses prolongements 196
   A – La présentation de MUNDELL : le critère de mobilité des facteurs 196
   B – Le critère de degré d'ouverture de McKINNON ... 197
   C – Le critère de diversification des économies nationales : KENEN 199

D – Le critère de degré d'intégration financière : INGRAM, SCITOVSKY 200
2. L'analyse en termes d'avantages-coûts : BEAN 201
3. La définition des conditions macroéconomiques 202
A – La similitude des taux d'inflation (HABERLER, FLEMING) 202
B – Le degré d'intégration des politiques économiques 203
C – Les critères macroéconomiques : BOURGUINAT et KINDLEBERGER 203

Section 2 : Quelques exemples d'intégration monétaire 204
1. Le Système Monétaire Européen (S.M.E.) et son évolution 204
A – Du serpent monétaire au S.M.E. 205
a1 – Le serpent dans le tunnel 205
a2 – Le serpent sort du tunnel 207
B – Le fonctionnement du S.M.E. 208
b1 – Les objectifs du S.M.E. 208
b2 – Le bilan du S.M.E. 212
C – Le S.M.E. et la transition vers l'Union Économique et Monétaire (U.E.M.) 214
c1 – Objectifs et avantages de l'U.E.M. 215
c2 – L'accord de Maastricht et ses prolongements 215
2. La zone franc 219
A – Les mécanismes de fonctionnement de la zone franc 220
B – Le bilan de la zone franc 221
C – L'avenir de la zone franc 223

CONCLUSION GÉNÉRALE 229

BIBLIOGRAPHIE 231

TABLE DES MATIÈRES 237

Achevé d'imprimer sur les presses d'Offset Services
56, rue Lucien Dupuis - 28500 VERNOUILLET

La collection **Universités francophones,** créée en 1988 à l'initiative de l'Agence francophone pour l'enseignement supérieur et la recherche, propose des ouvrages modernes répondant prioritairement aux besoins des étudiants et chercheurs francophones, et se compose de titres originaux paraissant régulièrement.

Leurs auteurs appartiennent conjointement aux pays du Sud et du Nord et rendent compte des résultats de recherches et des études récentes entreprises en français à travers le monde. Ils permettent à cette collection pluridisciplinaire de couvrir progressivement l'ensemble des enseignements universitaires en français.

Enfin, la vente à un prix préférentiel, des ouvrages destinés aux pays du Sud tient compte des exigences économiques nationales et assure une diffusion adaptée aux pays francophones.

Ainsi, la collection **Universités francophones** constitue une bibliothèque universitaire de référence riche et complète répondant aux besoins de l'étudiant, du chercheur et du professionnel.

Prix 59 FF • Prix préférentiel UREF (Afrique, Asie, Amérique Latine, Moyen-Orient, Haïti) :

9 782843 710278

ISBN 2-84371-027-8